NHÀ ĐẦU TƯ THÔNG MINH

"Cuốn sách hay nhất về đầu tư từng được viết cho đến nay".

Warren E. Buffet

Lời nói đầu cho lần xuất bản thứ tư, của Warren E. Buffett

Tôi đọc bản in lần đầu tiên của cuốn sách này vào năm 1950, khi tôi mười chín tuổi. Khi đó tôi đã nghĩ đó là cuốn sách về đầu tư hay nhất từng được viết. Bây giờ tôi vẫn nghĩ thế.

Việc đầu tư thành công trong cuộc đời không đòi hỏi một chỉ số IQ cao chót vót, tầm hiểu biết kinh doanh sâu sắc khác thường, hay thông tin nội bộ. Những gì cần có là một khuôn khổ trí tuệ sáng suốt để đưa ra quyết định, và khả năng khiến cho cảm xúc không phá hủy nền tảng đó. Cuốn sách này đưa ra khuôn khổ trí tuệ chuẩn mực một cách chính xác và rõ ràng. Bạn phải tự đưa ra kỷ luật cho cảm xúc.

Nếu làm theo những nguyên tắc ứng xử và kinh doanh mà Graham truyền bá - và nếu đặc biệt chú ý tới những lời khuyên vô giá trong chương 8 và chương 20 - bạn sẽ không phải nhận kết quả tồi từ những đầu tư của mình (điều này thể hiện thành tựu nhiều hơn bạn nghĩ). Việc bạn có nhận được các kết quả xuất sắc hay không phụ thuộc vào nỗ lực và lượng trí năng bạn đưa vào việc đầu tư của mình, cũng như biên độ hỗn loạn của thị trường cổ phiếu trong thời gian kinh ' doanh của bạn. Tính cách của thị trường càng linh tinh, thì cơ hội cho nhà đầu tư có đầu óc kinh doanh càng lớn. Làm theo Graham thì bạn sẽ sinh lời từ sự điên rồ, chứ không tham gia vào đó.

Đối với tôi, Ben Graham còn hơn cả một tác giả hay một thầy giáo. Ông đã gây ảnh hưởng đối với tôi nhiều hơn bất cứ người đàn ông nào khác ngoại trừ bố tôi. ít lâu sau khi Ben mất vào năm 1976, tôi đã viết bài tưởng niệm ngắn sau đây về ông, trong tạp chí Financial Analysts Journal (Nhà phân tích tài chính). Khi bạn đọc cuốn sách, tôi tin rằng bạn sẽ hiểu được một số phẩm chất mà tôi nhắc tới trong bài tưởng nhớ này.

BENJAMIN GRAHAM 1894-1976

Vài năm trước, Ben Graham, khi đó đã gần tám mươi tuổi, bày tỏ với một người bạn ý nghĩ của ông rằng ngày nào ông cũng hy vọng làm được "một điều gì đó ngốc nghếch, một điều gì đó sáng tạo và một điều gì đó hào phóng".

Việc nêu lên mục đích đầu tiên lạ lùng đó thể hiện cái tài của ông trong việc đưa ra ý tưởng mà không phải lớn tiếng thuyết giáo, hay lên mặt cho mình là quan trọng. Mặc dù những ý tưởng của ông rất mạnh mẽ, việc chuyển tải chúng luôn luôn được thực hiện một cách nhẹ nhàng.

Người đọc tạp chí này không cần có giải thích gì thêm về những thành tích của ông được đo bằng chuẩn mực của sự sáng tạo. Rất hiếm khi một người sáng lập ra một môn học lại không thấy công trình của mình bị những người đi sau vượt qua trong thời gian khá ngắn. Nhưng hơn bốn mươi năm sau sự công bố của một cuốn sách đã tạo ra cấu trúc và sự hợp lý cho một hoạt động vốn lộn xộn và vô tổ chức, thật khó có thể nghĩ ra những ứng cử viên khác, kể cả cho vị trí thứ hai, trong lĩnh vực phân tích chứng khoán. Trong lĩnh vực nơi nhiều thứ sẽ trở nên ngớ ngẩn chỉ trong một vài tuần hay một vài tháng sau khi công bố, những nguyên tắc của Ben vẫn bền vững - giá trị của chúng thường được nâng cao và hiểu rõ hơn trong thời kỳ của những cơn bão tài chính, những cơn bão phá tan các nền tảng trí tuệ mỏng manh hơn. Những lời khuyên của ông về sự bền vững đã đem tới những phần thưởng không bao giờ cạn cho những "môn đệ" của ông - kể cả những người với khả năng bẩm sinh kém những người năng khiếu hơn, những người đã vấp váp khi làm theo những lời dạy tuyệt vời.

Một khía cạnh đáng kể của sự thống trị của Ben trong lĩnh vực chuyên ngành của ông, đó là ông đạt được nó mà không có sự hoạt động hạn hẹp của đầu óc nhằm dồn mọi nỗ lực để đạt được một mục đích duy nhất. Đúng hơn, nó là sản phẩm phụ ngẫu nhiên của một trí tuệ gần như to lớn hơn cả những gì ta có thể định nghĩa được. Thật sự tôi chưa bao giờ gặp được ai khác có một trí óc tầm cỡ như vậy. Khả năng nhớ hầu như mọi thứ, sự say mê không dứt với những kiến thức mới, khả năng đúc kết chúng thành dạng áp dụng được cho các vấn đề có vẻ không liên quan, đã khiến tư tưởng của ông có thể áp dụng trong mọi lĩnh vực một cách tuyệt vời.

Nhưng mong muốn thứ ba của ông - sự hào phóng - là điều ông đã vượt qua tất cả. Tôi biết Ben như một thầy giáo, như một người chủ lao động và như một người bạn của minh.

Trong mỗi mối quan hệ đó - cũng như với tất cả các học trò, nhân viên và bạn bè của ông - có một sự hào phóng mở vô hạn đối với các ý tưởng, thời gian và tinh thần. Nếu cần có sự thông suốt về suy nghĩ, thì không còn chỗ nào tốt hơn để tới. Và nếu cần sự động viên hay khuyên bảo, luôn có Ben ở đó.

Walter Lippmann đã nói về những người trồng cây mà sau này những người khác sẽ ngồi dưới tán của nó. Ben Graham là một người như vậy.

In lại từ Financial Analysts Journal, tháng 11 và 12 năm 1976.

Chú giải vê Benjamin Graham của Jason Zweig

Benjamin Graham là ai, và tại sao bạn nên nghe lời ông?

Graham không chỉ là một trong những nhà đầu tư giỏi nhất trên đời; ông còn là nhà tư tưởng về thực hành đầu tư vĩ đại nhất của mọi thời đại. Trước khi có Graham, các nhà quản lý tiền tệ hành động giống như một phường hội thời trung cổ, phần lớn bị chi phối bởi những điều mê tín, đoán mò và các nghi lễ kỳ lạ. Cuốn Security Analysis (Phân tích chứng khoán) của Graham là quyển sách giáo khoa đầu tiên biến cái vòng cổ hủ đó thành một ngành nghề hiện đại[1].

Và cuốn Nhà đầu tư thông minh chính là cuốn đầu tiên miêu tả, cho các nhà đầu tư cá nhân, nền tảng cảm xúc và các công cụ phân tích thiết yếu cho sự thành công trong tài chính. Nó vẫn là một cuốn sách hay nhất về đầu tư từng được viết cho công chúng. Nhà đầu tư thông minh là cuốn sách đầu tiên tôi đọc khi vào làm cho tạp chí Forbes, với vị trí một phóng viên mới, vào năm 1987, và tôi bị ấn tượng với sự chắc chắn của Graham rằng trước hay sau gì thì tất cả các thị trường giá lên rồi cũng sẽ có kết thúc xấu. Tháng 10 năm đó, cổ phiếu Mỹ hứng chịu vụ sụp đổ trong một ngày tồi tệ nhất trong lịch sử và tôi đã bị cuốn hút. (Ngày nay, sau thị trường giá lên hỗn loạn vào cuối những năm 1990 và thị trường giá xuống ghê gớm bắt đầu vào đầu năm 2000, cuốn Nhà đầu tư thông minh còn mang tính tiên tri hơn bao giờ hết).

Graham có được những hiểu biết của mình qua một con đường gian khổ: ông phải tự mình cảm nhận nỗi đau của sự mất mát tài chính và bằng cách nghiên cứu, trong nhiều thập kỷ, về lịch sử và tâm lý của thị trường, ông sinh ngày 9 tháng 5 năm 1894, tại London, với họ tên là Benjamin Grossbaum[2]; cha ông là nhà buôn đĩa sứ và tượng nhỏ. Gia đình chuyển tới New York khi Ben được một tuổi. Hồi đầu, họ sống một cuộc sống đầy đủ - có người giúp việc, người làm bếp và một cô dạy trẻ người Pháp - ở phía trên của Đại lộ số Năm. Nhưng cha của Ben chết vào năm 1903, công việc kinh doanh sứ lụi tàn, và gia đình tụt dần vào sự nghèo đói. Mẹ của Ben biến nhà của mình thành nhà trọ; rồi vay tiền để kinh doanh cổ phiếu theo kiểu bảo chứng ("on margin")[3], và bà bị mất trắng trong vụ sụp đổ của thị trường chứng 'Khoán năm 1907. Suốt cuộc đời mình, Ben vẫn nhớ lại nỗi xấu hổ khi mà ông đi lĩnh tiền từ séc cho mẹ, và nghe nhân viên ngân hàng hỏi rằng: "Dorothy Grossbaum có được nổi năm đôla không?”

May mắn thay, Graham giành được học bổng ở Đại học Columbia, nơi sự xuất chúng của ông nở rộ. ông tốt nghiệp vào năm 1914, đứng thứ hai trong lớp. Trước khi học kỳ cuối cùng của Graham kết thúc, ba khoa của trường - Anh ngữ, Triết, và Toán - đã mời ông làm giảng viên, ông mới có 20 tuổi.

Thay vì theo đuổi sự nghiệp học thuật, Graham quyết định thử sức với Phố Wall, ông khởi đầu làm nhân viên của một công ty kinh doanh trái phiếu, rồi nhanh chóng trở thành một nhà

phân tích, rồi một đối tác, và chẳng bao lâu sau đã tự điều hành công ty đầu tư của riêng mình.

Việc chứng khoán Internet phất lên và xịt xuống chắc sẽ không gây ngạc nhiên cho Graham, vì vào tháng 4 năm 1919, ông từng thu được mức sinh lợi 250% trong ngày đầu tiên kinh doanh với Savold Tire, một công ty mới trong ngành ô tô đang bùng nổ; vậy mà tới tháng 10, công ty đã bị phát hiện là lừa đảo và cổ phiếu của nó trở thành vô giá trị.

Graham trở thành bậc thầy trong việc nghiên cứu cổ phiếu ở mức chi tiết tế vi. Vào năm 1925, trong khi nghiên cứu những báo cáo mù mờ về các đường ống dẫn dầu với ủy ban Thương mại giữa các bang của Mỹ, ông được biết rằng công ty Northern Pipe Line Co. - khi đó đang được bán với mức 65 đô la trên một cổ phần - nắm giữ ít nhất 80 đô la trên một cổ phần bằng các trái phiếu chất lượng cao. (ông bèn mua cổ phiếu, giục những người quản lý nâng cổ tức, và thu được 110 đô la trên một cổ phần, sau đó ba năm).

Dù phải chịu sự thua lỗ gần 70% trong cuộc Đại khủng hoảng 1929-1932, Graham đã vượt qua và còn phát đạt trong hậu kỳ, thu được những khoản hời từ đống đổ nát của thị trường giá lên. Không có ghi chép chính xác nào về lợi nhuận sớm nhất của Graham, nhưng từ năm 1936 cho tới khi ông nghỉ hưu vào năm 1956, Công ty Graham-Newman của ông nhận được lãi ít nhất 14,7% mỗi năm, so với 12,2% của toàn bộ thị trường cổ phiếu - một trong những kết quả dài hạn tốt nhất trong lịch sử Phô' Wall[4].

Graham đã làm thế nào? Kết hợp khả năng trí tuệ xuất chúng cùng với sự suy nghĩ sáng suốt và kinh nghiệm rộng lớn, Graham đã phát triển những quy tắc cơ bản của mình, có thể áp dụng được bây giờ cũng như vào thời của ông:

Một cổ phiếu không chỉ là ký hiệu bảng điện hay chấm sáng điện tử; nó là quyền lợi sở hữu chủ trong một doanh nghiệp thực sự, có một giá trị cơ sở (underlying value) không phụ thuộc vào giá cổ phiếu của nó.

Thị trường là một con lắc không ngừng đung đưa giữa sự lạc quan không bền vững (khiến cổ phiếu quá đắt) và sự bi quan vô cớ (khiến cổ phiếu quá rẻ). Nhà đầu tư thông minh là người biết bán cho người lạc quan và mua từ kẻ bi quan.

Giá trị tương lai của mỗi đầu tư là một hàm của giá hiện tại của nó. Giá mua càng cao, phần lời càng thấp.

Cho dù bạn có cẩn thận tới đâu, một nguy cơ không nhà đầu tư nào loại bỏ được là nguy cơ bị sai lầm. Chỉ có cách theo sát cái mà Graham gọi là "số dư an toàn" ("margin of safety") - không bao giờ mua quá đắt, cho dù sự đầu tư có hấp dẫn thế nào chăng nữa - bạn mới có thể giảm thiểu tỷ lệ rủi ro.

Bí mật về thành công tài chính nằm ở trong chính bạn. Nếu bạn trở thành một người suy nghĩ có phê phán, là người không bao giờ tin vào những "thông tin thực" của Phố Wall, và đầu tư

với sự bình tĩnh tự tin thì bạn có thể lợi dụng cả những thị trường giá xuống xấu nhất. Bằng cách phát triển kỷ luật và lòng can đảm của mình, bạn có thể không để cho tính khí thất thường của kẻ khác điều khiển vận mệnh tài chính của mình. Cuối cùng thì các đầu tư của bạn hoạt động thế nào còn ít quan trọng hơn nhiều so với việc bạn hành động thế nào.

Mục đích của việc tái bản có sửa chữa cuốn Nhà đầu tư thông minh này là để áp dụng các ý tưởng của Graham vào thị trường tài chính ngày nay mà vẫn giữ nguyên văn cuốn sách của ông (ngoại trừ phần chú thích bổ sung để giải thích cho rõ hơn)[5]. Sau mỗi chương của Graham, bạn sẽ thấy một phần bình luận mới. Trong các phần hướng dẫn người đọc này, tôi đã thêm vào một số ví dụ để chỉ ra rằng các nguyên tắc của Graham vẫn có thể áp dụng được - và còn rất thoải mái - đến ngày nay.

Tôi ghen với bạn vì sự thích thú, thông suốt khi được đọc kiệt tác của Graham lần đầu tiên - hay kể cả lần thứ ba, thứ tư. Như những tác phẩm kinh điển khác, nó thay đổi cái cách mà ta nhìn thế giới và làm mới mình bằng cách giáo dục chúng ta. Và càng đọc, cuốn sách lại càng hay. Với Graham là người hướng dẫn của bạn, bạn được đảm bảo là sẽ trở thành một nhà đầu tư thông minh hơn hẳn.

PHẦN MỞ ĐẦU:

Những gì cuốn sách này hy vọng sẽ đạt được Mục đích của cuốn sách này, dưới dạng thích hợp cho những người bình thường, là hướng dẫn việc tiếp nhận và thực hiện một phương châm đầu tư. Sách sẽ không nói nhiều về kỹ thuật phân tích chứng khoán, mà trọng tâm phần lớn được đặt vào các nguyên tắc đầu tư và thái độ của nhà đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi sẽ cung cấp một số so sánh súc tích về những chứng khoán nhất định - chủ yếu là theo các cặp xuất hiện cạnh nhau trong danh sách niêm yết của sở Giao dịch Chứng khoán New York - để nhấn mạnh một cách cụ thể những yếu tố quan trọng liên quan tới các lựa chọn cụ thể trong cổ phiếu thường (cổ phiếu phổ thông).

Nhưng phần lớn thời gian chúng tôi sẽ dành để nói về các mô thức lịch sử của các thị trường tài chính, trong một số trường hợp sẽ là vài chục năm về trước. Để đầu tư một cách thông minh vào chứng khoán, ta cần chuẩn bị trước một lượng kiến thức kha khá về cách các trái phiếu và cổ phiếu đã thực sự biểu hiện thế nào trong các điều kiện thay đổi - mà ít nhất vài điều kiện trong đó ta sẽ một lần trải qua. Không có câu nói nào đúng hơn và áp dụng chuẩn hơn đối với Phố Wall như câu cảnh báo của Santayana[6]: "Những ai không nhớ tới quá khứ chắc chắn sẽ lặp lại nó."

Cuốn sách của chúng tôi hướng tới các nhà đầu tư, khác với nhà đầu cơ, và nhiệm vụ đầu tiên của chúng tôi là làm rõ và nhấn mạnh sự khác biệt gần như bị lãng quên này. Chúng tôi có thể nói ngay từ đầu, đây không phải là cuốn sách dạy "cách kiếm tiền tỷ". Không có con đường chắc chắn hoặc dễ dàng nào để làm giàu ở Phố Wall hay bất kỳ nơi nào khác. Có thể chỉ ra những gì chúng tôi vừa nói bằng một chút lịch sử tài chính - đặc biệt là vì có hơn một bài học có thể rút ra từ đó. Trong năm đỉnh điểm 1929, John J. Raskob, một nhân vật quan trọng trong cả nước cũng như ở Phố Wall, đã tán dương những điều lành của chủ nghĩa tư bản trong Tạp chí gia đình của phụ nữ (Ladies' Home Journal), dưới tiêu đề "Ai cũng có thể giàu"[7]. Giả thiết của ông là chỉ với lượng tiết kiệm 15 đô la đầu tư vào những cổ phiếu phổ thông tốt - với cổ tức được tái đầu tư - sẽ tạo ra lượng tài sản trị giá 80.000 đô la trong 20 năm, so với tổng lượng đầu tư chỉ có 3.600 đô la. Nếu ông trùm của General Motors đã nói đúng thì đó đúng là con đường dễ dàng dẫn tới sự giàu có. ông đã đúng tới mức độ nào? Tính toán sơ bộ của chúng tôi - dựa trên sự đầu tư giả định vào 30 cổ phiếu hình thành nên chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones (DJIA) - đã chỉ ra rằng nếu làm theo lời chỉ dẫn của Raskob trong giai đoạn 1929-1948, thì cổ phần của nhà đầu tư vào đầu năm 1949 sẽ có giá trị khoảng 8.500 đô la. Đây là sự khác biệt lớn so với lời hứa hẹn 80.000 đô la của con người vĩ đại này, và nó chỉ ra rằng ta khó có thể tin tưởng vào những lời dự báo và hứa hẹn lạc quan được. Nhưng, như một nhận xét ngoài lề, chúng ta có thể nhận thấy rằng mức sinh lợi được hiện thực hóa bằng kế hoạch 20 năm đó còn tốt hơn 8% lãi suất cộng dồn hằng năm - và điều này có được bất chấp việc nhà đầu tư bắt đầu mua bán với DJIA ở mức 300 và kết thúc ở mức định giá dựa trên mức đóng cửa năm 1948 là 177. Thành tích này có thể được coi là luận cứ thuyết phục cho nguyên tắc mua bán hằng tháng các cổ phiếu thường, mạnh, dù trải qua thuận lợi hay bất lợi - một phương pháp được gọi là "bình quân chi phí đô la".

Vì cuốn sách của chúng tôi không phải để dành cho các nhà đầu cơ, nó không phải để dành cho những người kinh doanh kiểu buôn đi bán lại trên thị trường. Hầu hết những người này đều làm theo biểu đồ, hay những cách thức máy móc khác để xác định thời điểm đúng để mua hay bán. Một quy tắc áp dụng cho hầu hết các cách thức được gọi là "tiếp cận kỹ thuật" này là ta nên mua vì cổ phiếu hay thị trường đã bắt đầu đi lên, và ta nên bán vì nó đã bắt đầu đi xuống. Đây là điều ngược lại hoàn toàn với cách suy nghĩ kinh doanh vững chắc ở tất cả những nơi khác, và rất khó có khả năng nó sẽ tạo ra thành công lâu dài trên Phố Wall. Với kinh nghiệm và sự quan sát thị trường chứng khoán của riêng mình trong hơn 50 năm, chúng tôi chưa từng được biết đến một người nào mà lại có thể liên tục và lâu dài kiếm ra tiền bằng cách "đi theo thị trường". Chúng tôi không ngần ngại nói lại rằng cách thức tiếp cận này là sai lầm, trong khi nó lại thông dụng. Chúng tôi sẽ mô tả điều mình vừa nói - nhưng, tất nhiên điều này không thể lấy làm chứng cứ - bằng một thảo luận sơ qua về lý thuyết Dow nổi tiếng cho việc kinh doanh trong thị trường cổ phiếu[8].

Từ lần đầu xuất bản vào năm 1949, những lần tái bản cửa Nhà đầu tư thông minh đã được phát hành theo những khoảng thời gian 5 năm một. Trong khi cập nhật bản hiện tại, chúng tôi đã phải xử lý một lượng đáng kể các diễn biến mới từ khi bản 1965 được viết. Chúng bao gồm:

1.Sự tăng mạnh chưa từng có trong mức lãi suất của các trái phiếu cấp cao.

2.Sự giảm khoảng 35% giá của các cổ phiếu thường hàng đầu, kết thúc vào tháng 5 năm 1970. Đây là số phần trăm giảm lớn nhất trong khoảng 30 năm (vô số các cổ phiếu khác với chất lượng thấp hơn có mức giảm lớn hơn nhiều).

3. Mức lạm phát kéo dài đối với giá bán buôn và giá bán lẻ, vẫn còn đà tăng thậm chí cả khi đối mặt với sự giảm sút của việc kinh doanh chung vào năm 1970.

4.Sự phát triển nhanh chóng của các công ty kiểu "tập đoàn đa lĩnh vực" ("conglomerate"), các hoạt động nhượng quyền thương mại, và nhiều sáng chê' khá mới mẻ khác trong kinh doanh và tài chính (trong đó có cả một số công cụ mánh khóe như "cổ phiếu thư" ("letter stock")[9], chứng chỉ quyền mua cổ phiếu (stock-option warrant), những cái tên gây hiểu nhầm, việc sử dụng các ngân hàng nước ngoài, vân vân)[10].

5. Sự phá sản của công ty đường sắt lớn nhất nước Mỹ, những món nợ ngắn hạn và dài hạn quá nhiều của những công ty trước đó vốn được cố thủ một cách kiên cố, và thậm chí là cả vấn đề đáng lo ngại về khả năng trả nợ, thanh toán giữa các công ty ở Phố Wall[11].

6. Sự xuất hiện mốt "thành tích" trong việc quản lý các quỹ đầu tư, kể cả một số quỹ ủy thác do ngân hàng điều hành, gây ra những hệ quả đáng lo ngại.

Những hiện tượng này sẽ được chúng tôi xem xét cẩn thận, và một số hiện tượng sẽ đòi hỏi có sự thay đổi kết luận và nhấn mạnh so với lần xuất bản trước của chúng tôi. Các nguyên tắc cơ bản của đầu tư thông minh phải không thay đổi từ thập kỷ này sang thập kỷ khác,

nhưng việc áp dụng những nguyên tắc này phải thích ứng với các thay đổi lớn trong cơ chế và môi trường tài chính.

Phát biểu cuối này đã được thử thách trong thời gian viết phiên bản sách này, mà bản thảo đầu tiên được hoàn thành vào tháng 1 năm 1971. Vào lúc đó, DJIA đang hồi phục mạnh mẽ từ điểm đáy của nó là 632 và đã tăng lên đến điểm cao nhất là 951 vào năm 1971, kèm theo đó là niềm lạc quan của công chúng. Khi bản thảo cuối được hoàn thành vào tháng 11 năm 1971, thị trường lại đang sắp giảm sút, kéo xuống mức 797 điểm cùng với sự nghi ngại trở lại của công chúng. Chúng tôi đã không để những dao động này ảnh hưởng tới thái độ chung của chúng tôi đối với phương thức đầu tư sáng suốt, một điều đã được giữ nguyên bản chất ngay từ ấn bản đầu tiên của cuốn sách này vào năm 1949.

Mức độ suy thoái của thị trường vào những năm 1969-1970 đáng lẽ phải xua tan được một ảo tưởng đã hình thành trong hai thập kỷ qua. Đó là những cổ phiếu thường hàng đầu có thể mua vào bất kỳ thời điểm nào, với bất kỳ giá nào, mà yên tâm rằng không chỉ có lợi nhuận sau cùng, mà bất kỳ thua lỗ can thiệp nào cũng sẽ được bù lại bằng lần tăng giá mới của thị trường, đạt mức cao mới. Điều này quá tốt để có thể là sự thật. Cuối cùng thì thị trường chứng khoán cũng "trở lại bình thường", theo nghĩa là cả người đầu cơ và nhà đầu tư cổ phiếu lại phải chuẩn bị sẵn sàng trải nghiệm những cuộc tăng, giảm giá trị chứng khoán lớn, có khi kéo dài. Trong khu vực của nhiều cổ phiếu thường thuộc hàng thứ hai và hàng thứ ba, nhất là những công ty mới phát hành, sự tàn phá gây ra bởi lần sụp đổ thị trường gần đây là vô cùng ghê gớm.

Không có gì mới mẻ về điều này - nó đã từng xảy ra với mức độ tương tự vào những năm 1961-1962 - nhưng lần này có yếu tố mới là có một số quỹ đầu tư đã đổ nhiều tiền vào những đợt phát hành chứng khoán bổ sung mang tính đầu cơ cao và bị định giá quá mức. Rõ ràng không chỉ có lính mới mới cần được cảnh báo rằng trong khi sự hăng hái có thể là cần thiết cho các thành công lớn ở những nơi khác, thì ở Phố Wall, nó sẽ hầu như luôn dẫn tới thảm họa.

Câu hỏi chủ yếu mà chúng ta sẽ phải xem xét xuất phát từ sự tăng ghê gớm tỉ lệ lãi suất của những trái phiếu hàng đầu. Từ cuối năm 1967, nhà đầu tư có thể thu được gấp đôi lợi nhuận từ những trái phiếu này, cũng như từ cổ tức của các cồ phiếu thường tiêu biểu. Vào đầu năm 1972, mức sinh lợi là 7,19% với các trái phiếu cấp cao nhất, so với chỉ có 2,76% của các cổ phiếu công nghiệp (có thể so với các con số lần lượt là 4,40% và 2,92% vào cuối năm 1964). Thật khó mà có thể nghĩ được là khi chúng tôi lần đầu viết cuốn sách này vào năm 1949 thì các con số gần như ngược lại hoàn toàn: trái phiếu chỉ có mức sinh lợi 2,66% và cổ phiếu thì là 6,82%[12]. Trong các phiên bản sách trước, chúng tôi đã liên tục khuyên các nhà đầu tư thận trọng nên dành ít nhất 25% danh mục đầu tư của mình cho cổ phiếu thường, trong khi chúng tôi nói chung thường thiên về sự phân chia 50-50 giữa cổ phiếu và trái phiếu. Chúng tôi hiện giờ phải suy xét xem liệu lợi thế lớn của trái phiếu so với cổ phiếu hiện nay có thể biện hộ cho một phương thức đầu tư toàn trái phiếu cho tới khi một mối quan hệ hợp lý hơn

sẽ quay trở lại, và chúng tôi cho rằng điều đó sẽ xảy ra. Dĩ nhiên câu hỏi về lạm phát kéo dài sẽ rất quan trọng trong quyết định của chúng tôi ở đây. Một chương sẽ được dành cho thảo luận về vấn đề này[13].

Trong quá khứ, chúng tôi đã đưa ra sự phân biệt cơ bản giữa hai kiểu nhà đầu tư mà quyển sách này hướng tới - kiểu "phòng vệ" và kiểu "mạnh bạo". Kiểu nhà đầu tư phòng vệ (hay thụ động) sẽ đặt mối quan tâm chủ yếu của mình vào việc tránh các nhầm lẫn nghiêm trọng hay thua lỗ. Mục đích thứ hai của anh ta sẽ là tránh không cần phải nỗ lực, không bị phiền muộn, tránh yêu cầu phải ra quyết định thường xuyên. Tính chất phân biệt của nhà đầu tư mạnh bạo (hay chủ động, xông xáo) là sự sẵn sàng bỏ ra thời gian và sức lực để lựa chọn các cổ phiếu vừa vững và vừa hấp dẫn hơn so với loại thường. Qua nhiều thập kỷ, một nhà đầu tư mạnh bạo kiểu này có thể hy vọng nhận được phần thưởng xứng đáng với nỗ lực nhiều hơn và kỹ năng cao hơn của mình, dưới dạng một mức sinh lợi trung bình cao hơn là mức sinh lợi của nhà đầu tư thụ động. Chúng tôi có một chút nghi ngờ rằng liệu thật sự có nhiều phần thưởng hơn cho nhà đầu tư chủ động trong các điều kiện ngày nay hay không. Nhưng năm sau hay nhiều năm sau nữa có thể sẽ khác rất nhiều. Do đó, chúng tôi sẽ tiếp tục dành sự chú ý cho các cơ hội đầu tư mạnh bạo như chúng đã từng tồn tại trong các giai đoạn trước đây và còn có thể quay trở lại.

Đã từ lâu, quan điểm phổ biến là nghệ thuật thành công trong đầu tư trước hết là nằm ở việc chọn những ngành có khả năng lớn sẽ phát triển trong tương lai, và sau đó tìm ra những công ty hứa hẹn nhất trong những ngành đó. Ví dụ, các nhà đầu tư thông minh - hay cố vấn thông minh - từ lâu đã có thể nhận ra khả năng phát triển rất lớn của ngành công nghiệp máy tính nói chung và của công ty International Business Machines (IBM) nói riêng. Và cũng tương tự như vậy đối với các ngành công nghiệp đang phát triển và các công ty đang phát triển khác. Nhưng đây không phải là một việc dễ như ta tưởng khi nhìn lại quá khứ. Để thể hiện điều đó, ở ngay đầu chúng tôi sẽ thêm một đoạn mà chúng tôi đã viết trong bản 1949 của cuốn sách này.

Một nhà đầu tư như vậy có thể, chẳng hạn, là người mua những cổ phiếu hàng không vì anh ta tin rằng tương lai của chúng còn tuyệt vời hơn cả những gì mà xu thế thị trường phản ánh. Với kiểu nhà đầu tư này, giá trị cuốn sách này của chúng tôi là ở những lời cánh báo về cạm bẫy đang rình rập trong cách tiếp cận đầu tư được ưa thích đó, chứ không phải ở những kỹ thuật tích cực nào sẽ giúp anh ta trên con đường của mình[14].

Các cạm bẫy đã chứng tỏ là chúng đặc biệt nguy hiểm trong ngành mà chúng tôi nói tới. Tất nhiên là rất dễ để dự đoán rằng quy mô ngành vận tải hàng không sẽ phát triển vượt bậc trong những năm tới. Vì yếu tố này mà cổ phần của nó trở thành lựa chọn được ưa thích đối với các quỹ đầu tư. Nhưng mặc dù có mức tăng doanh thu - ở nhịp độ còn cao hơn cả ngành công nghiệp máy tính - một tổ hợp các vấn đề khó khăn về công nghệ và mở rộng quá khả năng đã dẫn đến những con số lợi nhuận biến động và thậm chí tai hại. Vào năm 1970, mặc dù các con số về lưu lượng vận tải đạt một mức cao mới, ngành hàng không gây lỗ khoảng

200 triệu đô la cho các cổ đông của họ (họ cũng đã chịu lỗ vào năm 1945 và năm 1961). cổ phiếu của các công ty hàng không một lần nữa chịu sự giảm sút lớn hơn vào các năm 1969-1970, so với thị trường chung, sổ sách cho thấy cả những chuyên gia lương cao của các quỹ đầu tư tương hỗ[15] cũng nhầm hoàn toàn về tương lai khá ngắn hạn của một ngành công nghiệp lớn và không phải bí truyền này.

Mặt khác, trong khi các quỹ đầu tư đã đầu tư đáng kể và có lợi nhuận đáng kể với IBM, thì sự kết hợp giữa mức giá rõ ràng là quá cao của nó và việc không có khả năng tin chắc vào tốc độ phát triển của nó đã ngăn nhà đầu tư đặt nhiều hơn, lấy ví dụ, 3% vốn của mình vào công ty thành công kỳ diệu này. Do đó, ảnh hưởng của lựa chọn tuyệt vời này xét về kết quả tổng thể, hoàn toàn không mang tính quyết định. Hơn nữa, phần nhiều - nếu không phải hầu hết - đầu tư của họ vào các công ty ngành công nghiệp máy tính khác ngoài IBM dường như đều không sinh lợi. Từ hai ví dụ rõ ràng này, chúng tôi rút ra hai bài học cho người đọc:

1. Triển vọng rõ ràng về sự phát triển thực sự trong một ngành kinh doanh không tự động chuyển thành lợi nhuận chắc chắn cho nhà đầu tư.

2. Các chuyên gia không có các cách thức đáng tin cậy để lựa chọn và tập trung vào các công ty hứa hẹn nhất trong những ngành hứa hẹn nhất.

Tác giả đã không đi theo cách tiếp cận này trong sự nghiệp tài chính của mình với tư cách là một nhà quản lý quỹ, và ông không thể đưa ra lời khuyên cụ thể hay khuyến khích gì nhiều với những người muốn thử nó.

Vậy chúng tôi muốn đạt được điều gì trong cuốn sách này? Mục đích chính của chúng tôi sẽ là hướng dẫn người đọc tránh khỏi các lĩnh vực có thể gặp phải sai râm lớn và phát triển các phương thức đầu tư mà anh ta cảm thấy thoải mái. Chúng tôi sẽ nói khá nhiều về tâm lý nhà đầu tư. Thật vậy, vấn đề chính của nhà đầu tư - và kẻ thù lớn nhất của anh ta - có lẽ chính là anh ta. ("Nhà đầu tư thân mến, lỗi lầm không phải do số phận của chúng ta - và cũng không phải do cổ phiếu của chúng ta - mà là do chính chúng ta...") Điều này càng cho thấy là chuẩn xác hơn trong các thập kỷ gần đây, khi mà nhà đầu tư thận trọng cần phải mua các cổ phiếu thường và do đó, dù muốn hay không, phơi mình trước sự nhộn nhạo và các cám dỗ của thị trường chứng khoán. Bằng các lý lẽ, các ví dụ và những lời cổ vũ, chúng tôi hy vọng giúp người đọc tạo được thái độ đúng về mặt tâm lý và tinh thần đối với các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi đã nhìn thấy ngày càng có nhiều tiền hơn được làm ra và giữ bởi những "người bình thường" có tâm lý phù hợp với quá trình đầu tư, so với những người thiếu phẩm chất này, mặc dù họ có được kiến thức rộng lớn về tài chính, kế toán và thị trường chứng khoán.

Hơn nữa, chúng tôi hy vọng có thể tạo cho người đọc khả năng đo lường hay xác định số lượng. Đối với 99 trong số 100 đợt phát hành, chúng tôi có thể nói được rằng, với giá này thì chúng đủ rẻ để mua, còn với giá khác thì chúng đủ đắt để bán. Thói quen liên hệ những gì đang được trả giá với cái đang được bán, là một tính chất vô giá trong đầu tư. Trong một bài

báo trên một tạp chí của phụ nữ từ nhiều năm trước, chúng tôi đã khuyên người đọc mua cổ phiếu giống như họ mua đồ tạp hóa, chứ không như mua nước hoa. Các thua lỗ tệ hại thật sự trong vài năm gần đây (và trong cả nhiều dịp tương tự trước đó), đã xảy ra đối với các phát hành cổ phiếu thường, khi người mua quên hỏi "Bao nhiêu?”

Vào tháng 6 năm 1970, câu hỏi "Bao nhiêu?" có thể được trả lời bằng con số kỳ diệu 9,40% - mức sinh lợi có thể thu được đối với các trái phiếu phát hành mới của ngành dịch vụ công ích cao cấp. Con số này hiện đã giảm xuống còn khoảng 7,3%, nhưng thậm chí một mức sinh lợi như vậy cũng đủ để chúng tôi hỏi 'Tại sao lại phải đưa ra câu trả lời khác?" Nhưng đúng là có các câu trả lời khác, và chúng phải được xem xét một cách cẩn thận. Ngoài ra, chúng tôi nhắc lại rằng cả chúng tôi và người đọc phải được chuẩn bị trước cho các điều kiện khác biệt có thể có, chẳng hạn trong các năm 1973-1977.

Do vậy, chúng tôi sẽ đưa ra, với độ chi tiết nhất định, một chương trình tích cực cho việc đầu tư cổ phiếu thường mà một phần của nó nằm trong phạm vi của cả hai kiểu nhà đầu tư, và một phần thì chủ yếu hướng tới nhóm đầu tư mạnh bạo. Lạ thay, chúng tôi sẽ đưa ra một trong những yêu cầu chủ yếu của mình là người đọc nên giới hạn mình chỉ mua những chứng khoán phát hành có giá bán không vượt quá xa giá trị tài sản hữu hình của nó[16]. Lý do cho lời khuyên có vẻ lỗi thời này vừa thực tế vừa tâm lý. Kinh nghiệm đã dạy chúng tôi rằng, trong khi có nhiều công ty phát triển tốt, có giá trị gấp nhiều lần tài sản ròng, người mua các cổ phần này sẽ quá phụ thuộc vào sự bất thường và dao động của thị trường chứng khoán. Ngược lại, nhà đầu tư vào cổ phiếu, chẳng hạn của các công ty dịch vụ công ích ở mức giá trị tài sản ròng của chúng luôn có thể coi mình là người sở hữu mức lãi trong một ngành kinh doanh vững chắc và đang mở rộng, được mua ở mức giá hợp lý - cho dù thị trường chứng khoán có nói điều ngược lại. Kết quả cuối cùng của một phương châm thận trọng như vậy sẽ có khả năng thành công hơn là những phiêu lưu vào các lĩnh vực hào nhoáng và nguy hiểm được dự báo tăng trưởng.

Nghệ thuật đầu tư có một phẩm chất mà thường là không được đề cao. Một kết quả chấp nhận được, kể cả là không quá xuất sắc, có thể đạt được bởi một nhà đầu tư bình thường với nỗ lực và khả năng ít nhất; nhưng để nâng cao tiêu chuẩn dễ dàng này lại đòi hỏi tương đối nhiều công sức và nhiều hơn là một chút khôn ngoan. Nếu bạn chỉ cố thêm một tí kiến thức và sự thông minh vào chương trình đầu tư của mình, thì thay vì hiện thực hóa được tốt hơn kết quả thường một chút, có khi bạn lại thấy mình đã thực hiện tệ hơn.

Do bất kỳ người nào - chỉ bằng cách mua và cầm giữ một danh sách chứng khoán đại diện - cũng có thể đạt được thành tích trung bình của thị trường, việc "vượt qua mức trung bình" dường như có vẻ khá là dễ dàng; nhưng sự thật là tỷ lệ những người thông minh đã thử và thất bại lại lớn một cách bất ngờ. Thậm chí phần lớn các quỹ đầu tư, với những nhân viên đầy kinh nghiệm, cũng không cho kết quả thực hiện tốt lắm qua các năm như thị trường chung. Liên quan tới những điều nói trên là bản ghi của các dự báo thị trường chứng khoán

được công bố của công ty môi giới, vì có chứng cớ vững chắc rằng các dự báo được tính toán của họ có khi còn không đáng tin cậy bằng việc tung đồng xu.

Trong khi viết cuốn sách này, chúng tôi đã cố gắng chú ý đến cạm bẫy đầu tư này. Các tính chất tốt của một phương thức đầu tư đơn giản đã được nhấn mạnh - việc mua các trái phiếu cấp cao cộng với một danh mục đa dạng các cổ phiếu thường hàng đầu - điều mà bất kỳ nhà đầu tư nào cũng có thể thực hiện mà không cần sự hỗ trợ của chuyên gia. Cuộc phiêu lưu ra ngoài khu vực an toàn và chắc chắn này chứa đãy những khó khăn thách thức, đặc biệt trong vấn đề tính khí. Trước khi thử thực hiện một thương vụ mạo hiểm như vậy, nhà đầu tư phải tin chắc vào bản thân mình và các cố vấn của anh ta - đặc biệt là xem các cố vấn đó có khái niệm rõ ràng về sự khác biệt giữa sự đầu tư và đầu cơ, giữa giá thị trường và giá trị cơ sở.

Cách tiếp cận minh mẫn đối với đầu tư kiên quyết dựa vào quy tắc biên độ an toàn (margin-of-safety) có thể gặt hái những phần thưởng giá trị. Nhưng quyết định thử với lấy những phần lợi nhuận này, thay vì thành quả chắc chắn của sự đầu tư phòng thủ, không nên được đưa ra mà không tự vấn nhiều.

Một suy nghĩ có tính hồi tưởng cuối cùng. Khi còn trẻ, tác giả đã gia nhập Phố Wall vào tháng 6 năm 1914, khi đó không ai có một chút ý niệm nào về những gì nửa thế kỷ tới sẽ đem lại (thị trường chứng khoán còn không ngờ rằng một cuộc Chiến tranh Thế giới lại sắp nổ ra trong hai tháng nữa và sẽ làm sở Giao dịch Chứng khoán New York đóng cửa). Đến bây giờ, vào năm 1972, chúng ta thấy mình (nước Mỹ) là đất nước giàu nhất, mạnh nhất thế giới, nhưng lại có đầy những vấn đề lớn và lo ngại hơn chứ không tin tưởng vào tương lai. Nhưng nếu chúng ta chỉ giới hạn sự chú ý của mình vào trải nghiệm đầu tư của Mỹ, thì cũng có chút an ủi từ 57 năm vừa rồi. Qua tất cả những thăng trầm và mất mát vừa rung trời chuyển đất vừa bất ngờ khôn lường, điều vẫn luôn đúng là các nguyên tắc đầu tư sáng suốt nói chung đã tạo ra các kết quả tốt. Chúng ta phải hành động dựa trên giả thiết là các điều đó vẫn sẽ tiếp tục như vậy.

Lưu ý người đọc: Cuốn sách này không hướng tới chiến lược tài chính tổng thể của người tiết kiệm và nhà đầu tư ; nó chỉ đề cập tới phần vốn mà họ sẵn sàng đặt vào các chứng khoán dễ tiêu thụ (hay có thể thu hồi được), tức là trái phiếu và cổ phiếu. Do đó, chúng tôi không nhắc tới những vấn đề quan trọng như tiết kiệm và tiền gửi có kỳ hạn, các tài khoản của hiệp hội tiết kiệm và cho vay, bảo hiểm nhân thọ, tiền bảo hiểm niên kim, và thế chấp bất động sản hay sự sở hữu vốn cổ đông. Người đọc nên nhớ rằng, khi gặp phải từ "bây giờ", hay những từ tương tự, trong cuốn sách này, đó là nói về thời gian cuối năm 1971 hoặc đầu năm 1972.

BÌNH LUẬN VÊ PHẦN MỞ ĐẦU Nếu bạn đã xây lâu đài trên không, công trình của bạn không hẳn đã mất; đó là nơi chúng thuộc về. Giờ hãy xây nen móng cho chúng.

-Henry David Thoreau, Walden Hãy chú ý rằng Graham đã tuyên bố từ đầu rằng cuốn sách này sẽ không dạy bạn cách thắng thị trường. Không có cuốn sách chân thực nào có thể làm như vậy.

Đổi lại, cuốn sách này sẽ dạy bạn ba bài học mạnh mẽ:

Làm thế nào để bạn giảm thiểu đến mức thấp nhất khả năng nhận lỗ không thể hoàn lại; Làm thế nào để bạn tối đa hóa các cơ hội thu lợi kéo dài; Làm thế nào để bạn kiểm soát được hành vi thất sách vốn khiến nhiều nhà đầu tư không đạt được triển vọng tối đa của mình.

Vào thời kỳ bùng nổ cuối những năm 1990, khi các cổ phiếu công nghệ dường như cứ nhân đôi giá trị mỗi ngày, ý niệm rằng bạn có thể mất hết tiền thật buồn cười. Nhưng đến cuối 2002, nhiều cổ phiếu mạng và truyền thông đã mất 95% hoặc hơn thế giá trị của mình. Một khi đã bị mất 95% tiền của mình, bạn phải thu lời được 1.900% chỉ để trở lại vạch xuất phát của mình[17]. Liều mình một cách ngu ngốc có thể đưa bạn vào một cái hố sâu đến nỗi gần như không thể chui lên. Đó là lý do vì sao Graham liên tục nhấn mạnh tầm quan trọng của việc tránh thua lỗ - không chỉ trong các chương 6,14 và 20, mà còn trong những sợi chỉ cảnh báo mà ông đã thêu suốt cuốn sách của mình.

Nhưng cho dù bạn cẩn thận tới mức nào, giá của các đầu tư của bạn cũng sẽ đi xuống vào lúc này lúc khác. Mặc dù không ai có thể loại bỏ mối rủi ro này, Graham sẽ chỉ cho bạn cách quản lý nó - và làm thế nào để kiểm soát nỗi sợ của mình.

BẠN CÓ PHẢI LÀ MỘT NHÀ ĐẦU TƯ THÔNG MINH KHÔNG?

Hãy trả lời một câu hỏi quan trọng thiết yếu. Graham coi một nhà đầu tư "thông minh" là như thế nào? Trong phiên bản đầu tiên của cuốn sách này, Graham đã định nghĩa khái niệm này - và ông nói rõ là kiểu thông minh này không liên quan gì tới chỉ số IQ hay điểm thi SAT[18]. Nó chỉ có nghĩa là bạn kiên nhẫn, kỷ luật, và ham học hỏi; bạn cũng phải biết cách kiêm chế cảm xúc và suy nghĩ cho bản thân mình. Kiểu thông minh này, Graham giải thích, "là phẩm chất của tính cách chứ không hẳn là của bộ não[19]".

Có chứng cớ cho thấy rằng chỉ số IQ cao và giáo dục cao hơn không đủ để một nhà đầu tư trở nên thông minh. Vào năm 1998, công ty Long-Term Capital Management L.P., một quỹ phòng vệ[20] (hedge fund) điều hành bởi một tiểu đoàn các nhà toán học, các nhà khoa học máy tính và hai nhà kinh tế đoạt giải Nobel, đã mất hơn 2 tỉ đồ la trong một vài tuần, vì một vụ cược khổng lồ rằng thị trường trái phiếu sẽ trở lại "bình thường". Nhưng thị trường trái phiếu lại cứ trở chứng nên ngày càng bất thường hơn - và LTCM đã vay nhiều tiền đến nỗi sự phá sản của nó suýt đánh sập hệ thống tài chính quốc tế[21].

Ngược thời gian trở lại mùa xuân năm 1720, Tôn ông[22] Isaac Nevvton sở hữu cổ phần của Công ty South Sea, một cổ phiếu nóng nhất nước Anh. Nhận thấy rằng thị trường đang trở nên mất kiểm soát, nhà vật lý vĩ đại đã nói rằng ông "có thể tính toán được sự chuyển động của các hành tinh trên trời, nhưng không thể tính toán được sự điên rồ của con người". Nevvton đã bán tống đi cổ phần South Sea của mình, đút túi 100% lợi nhuận, tức 7.000 bảng. Nhưng chỉ vài tháng sau, bị cuốn theo nhiệt huyết điên cuồng của thị trường, Nevvton lại nhảy vào, với mức giá cao hơn nhiều - và mất đứt 20.000 bảng (khoảng hơn 3 triệu đô la theo giá tiền ngày nay). Từ đó cho tới cuối đời, ông cấm ai nói hai từ "South Sea" trước mặt mình[23].

Tôn ông Isaac Nevvton là một trong những người thông minh nhất mọi thời đại, theo như định nghĩa sự thông minh thông thường của ta. Nhưng, với định nghĩa của Graham, Nevvton còn lâu mới là một nhà đầu tư thông minh. Để cho tiếng hò là của đám đông lấn át quyết định của bản thân mình, nhà khoa học vĩ đại nhất thế giới đã hành động như một kẻ ngốc.

Tóm lại, nếu từ trước tới giờ bạn đã thất bại trong việc đầu tư, thì không phải là do bạn ngu ngốc. Đó là vì, cũng như Tôn ông Isaac Nevvton, bạn chưa hình thành được kỷ luật về cảm xúc cần có cho sự đầu tư thành công. Trong chương 8, Graham miêu tả việc tăng cường sự thông minh của bạn bằng cách kiềm chế các cảm xúc và do đó không hạ mình xuống mức độ vô lý của thị trường. Khi đó bạn sẽ học được bài học của ông rằng nhà đầu tư thông minh thì có phẩm chất của "tính cách" hơn là "bộ não".

THÕNG KÊ TAI HỌA Chúng ta hãy cùng nhìn lại một số tiến triển tài chính lớn trong vài năm vừa rồi:

1. Vụ sập thị trường lớn nhất kể từ cuộc Đại suy thoái, trong đó cổ phiếu Mỹ mất 50,2% giá trị của chúng - tức là 7,4 nghìn tỷ đô la - từ tháng 3 năm 2000 đến tháng 10 năm 2002.

2. Những sụt giảm còn lớn hơn của giá cổ phiếu của một số công ty tăng nóng nhất những năm 1990, trong đó có AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent và Qualcomm - cộng với sự phá hủy hoàn toàn của hàng trăm cổ phiếu Internet.

3. Những lời cáo buộc gian lận tài chính nghiêm trọng đối với một số công ty lớn nhất và được kính trọng nhất nước Mỹ; trong đó có Enron, Tyco và Xerox.

4. Sự phá sản của một số công ty đã từng tung hoành một thời, như Conseco, Global Crossing và WorldCom.

5. Lời cáo buộc rằng các công ty kế toán đã giả mạo sổ sách, thậm chí còn hủy sổ sách, để giúp khách hàng của mình lừa đảo công chúng đầu tư.

5. Lời cáo buộc rằng các công ty kế toán đã giả mạo sổ sách, thậm chí còn hủy sổ sách, để giúp khách hàng của mình lừa đảo công chúng đầu tư.

6. Lời kết tội rằng các nhà điều hành cao cấp của các công ty hàng đầu đã bòn rút hàng trăm triệu đô la để làm của riêng.

lặ Chứng cứ rằng các nhà phân tích chứng khoán trên Phố Wall đã tán dương các cổ phiếu một cách công khai, nhưng lại thừa nhận ngầm với nhau rằng chúng chỉ là rác rưởi.

8. Một thị trường chứng khoán mà thậm chí cả sau sự sụt giảm kinh hoàng, vẫn có vẻ bị đánh giá quá cao theo các thước đo lịch sử, như ám chỉ với các nhà phân tích chuyên nghiệp rằng chứng khoán còn có thể giảm giá nhiều hơn nữa.

9. Lãi suất giảm liên tục khiến cho các nhà đầu tư không còn lựa chọn đáng chú ý nào khác ngoài cổ phiếu.

10. Môi trường đầu tư đầy rẫy những đe dọa không thể lường trước về khủng bố quốc tế và chiến tranh ở Trung Đông.

Phần nhiều những thiệt hại này có thể tránh được (và đã được tránh) bởi các nhà đầu tư đã sống và làm theo các quy tắc của Graham. Theo lời của Graham, "trong khi sự nhiệt tình có thể là cần thiết để đạt những thành tựu vĩ đại ở những chỗ khác, ở Phố Wall nó gãn như chắc chắn sẽ dẫn tới tai họa". Bằng cách để mình bị cuốn theo cổ phiếu Internet, cổ phiếu "tăng giá nhanh", và cổ phiếu nói chung, nhiều người đã mắc phải những sai lầm ngớ ngẩn như Isaac Nevvton. Họ để cho sự đánh giá của các nhà đầu tư khác quyết định sự đánh giá của chính mình. Họ bỏ qua lời cảnh báo của Graham rằng "những thua lỗ tồi tệ nhất" luôn xảy ra sau khi "người mua quên hỏi 'Bao nhiêu?'" Đau đớn nhất là khi họ để mất sự tự chủ trong khi họ cần nó nhất, những người này đã chứng minh lời khẳng định của Graham rằng "vấn đề chính của nhà đầu tư - và thậm chí kẻ thù lớn nhất của anh ta - có nhiều khả năng chính là anh ta".

ĐÍĔU TƯỞNG NHƯCHẮC CHẮN MÀ LẠI KHÔNG PHẢI Phần lớn những người này bị cuốn theo cổ phiếu công nghệ và Internet, với niềm tin vào cơn sốt công nghệ cao, rằng ngành công nghiệp này sẽ tiếp tục mở rộng trong nhiều năm tới, nếu không nói là mãi mãi:

Vào giữa năm 1999, sau khi đạt được mức sinh lợi 117,3% chỉ trong năm tháng đầu của năm, nhà quản lý danh mục đầu tư của Quỹ Monument Internet Fund là Alexander Cheung dự đoán rằng quỹ của ông sẽ đạt được mức 50% mỗi năm trong vòng ba đến năm năm tới, và mức trung bình năm là 35% "trong 20 năm tới[w][24].

Sau khi quỹ Amerindo Technology Fund của mình tăng giá trị cực kỳ lớn, 248,9% vào năm 1999, nhà quản lý danh mục đầu tư Alberto Vilar chế nhạo bất kỳ người nào dám nghi ngờ rằng Internet lại không phải là một cỗ máy làm ra tiền liên tục: "Nếu anh không làm trong lĩnh vực này, anh sẽ hoạt động kém hiệu quả hơn. Anh đi xe ngựa, còn tôi đi Porsche. Anh không thích các cơ hội phát triển gấp 10 lần ư? Vậy anh hãy đi với người khác đi."[25] Vào tháng 2 năm 2000, nhà quản lý quỹ phòng vệ James J. Cramer tuyên bố rằng các công ty liên quan đến Internet "là những công ty duy nhất đáng sở hữu hiện nay". Những "người thắng

cuộc trong thế giới mới", theo lời ông, "là những người duy nhất vẫn đi lên kể cả trong ngày tốt và ngày xấu". Cramer còn nhạo cả Graham: "Anh phải vứt hết những ma trận, công thức và sách vở tồn tại trước khi có mạng... Nếu chúng ta sử dụng bất kỳ thứ gì mà Graham và Dodd dạy chúng ta, thì chúng ta sẽ chẳng còn xu nào để quản lý nữa[26].”

Tất cả những người được coi là chuyên gia này đã phớt lờ những lời cảnh báo tỉnh táo của Graham: 'Triển vọng phát triển vật chất rõ ràng trong một ngành kinh doanh không có nghĩa là có lợi nhuận chắc chắn cho nhà đầu tư." Mặc dù có vẻ dễ dàng nhận ra ngành nào sẽ phát triển nhanh nhất, phỏng đoán đó không có giá trị thực nếu như các nhà đầu tư khác cũng đang mong chờ điều tương tự. Đến lúc mà mọi người quyết định được rằng một ngành nhất định "rõ ràng" là ngành tốt nhất để đầu tư, thì giá chứng khoán của nó đã bị đẩu cao lên tới mức mức sinh lợi tương lai của nó chỉ còn nước đi xuống.

ít nhất là bây giờ, không ai có đủ tự tin để nhận rằng công nghệ vẫn sẽ là ngành phát triển lớn nhất của thế giới. Nhưng bạn chắc chắn phải nhớ rằng: Những người bây giờ tuyên bố "thứ chắc chắn tiếp theo" là y tế, hay năng lượng, hay bất động sản, hay vàng, thì cuối cùng khả năng đoán đúng cũng không hơn gì những người theo trào lưu công nghệ cao ngày xưa.

ĐÍÊU AN ỦI TRONG CƠN BĨ cực Nếu không có giá nào là có vẻ quá cao đối với chứng khoán những năm 1990, thì 2003 là năm chúng ta đã đi tới thời điểm mà không có giá nào là quá thấp. Con lắc đã xoay chiều, một điều Graham luôn biết sẽ xảy ra, từ sự lạc quan vô lý, tới sự bi quan vô cớ. Vào năm 2002, các nhà đầu tư thu được 27 tỉ đô la từ các quỹ đầu tư tương hỗ chứng khoán, và một bài điều tra bởi Hiệp hội ngành chứng khoán Hoa Kỳ đã nhận thấy rằng cứ 10 nhà đầu tư thì có một người đã cắt giảm lượng chứng khoán của mình ít nhất 25%. vẫn những người đã từng hăng hái mua chứng khoán vào cuối những năm 1990 - khi mà chứng khoán đang lên giá, và do đó trở nên đắt - lại bán chứng khoán đi khi chúng giảm giá và, theo định nghĩa, sẽ trở nên rẻ hơn.

Như Graham đã thể hiện một cách tuyệt vời trong chương 8, điều này là ngược đời. Nhà đầu tư thông minh nhận ra rằng chứng khoán trở nên rủi ro hơn, chứ không phải ít rủi ro hơn, khi mà giá của chúng tăng lên - và rủi ro ít hơn, chứ không phải nhiều hơn, khi mà giá của chúng giảm. Một nhà đầu tư thông minh sẽ sợ một thị trường giá lên, vì nó làm cho chứng khoán đắt hơn. Và ngược lại (với điều kiện bạn có đủ tiền chi tiêu trong tay), bạn nên đón nhận một thị trường giá xuống, vì nó làm chứng khoán có thể bán được[27].

Vậy nên bạn hãy khắc vào tim rằng: Cái chết của thị trường giá lên không tệ như mọi người vẫn nghĩ. Nhờ vào sự giảm giá chứng khoán, bây giờ là thời điểm an toàn hơn - và sáng suốt hơn - để bạn gây dựng của cải. Hãy đọc tiếp và để Graham chỉ bạn cách làm điều này.

CHƯƠNG 1 Đàu tư hay đâu cơ: các kết quả mà nhà đầu tư thông minh trông đợi Chương này phác họa các quan điểm sẽ được nêu trong phần còn lại của cuốn sách. Đặc biệt, chúng tôi muốn ngay từ đầu phát triển khái niệm của mình về cách thức phân bổ danh mục đầu tư thích hợp đối với nhà đầu tư đơn lẻ không chuyên nghiệp.

Đâu tư hay đâu cơ Điêu chúng ta muốn nói lên bằng thuật ngữ "nhà đầu tu" (investor) là gì? Trong suốt cuốn sách, thuật ngữ này sẽ được sử dụng theo nghĩa tương phản với "nhà đầu cơ" (speculator). Ngay từ năm 1934, trong giáo trình Security Analysis (Phân tích chứng khoán)[28] của mình, chúng tôi đã thử tìm cách trình bày một cách chính xác sự khác nhau giữa hai thuật ngữ đó như sau: "Hoạt động đầu tư là hoạt động dựa trên sự phân tích kỹ lưỡng, hứa hẹn sự an toàn của vốn và mang lại một phần lời lãi thỏa đáng. Các hoạt động không đáp ứng được các yêu cầu đó là hoạt động đâu cơ."

Trong khi chúng tôi luôn bám sát định nghĩa này trong suốt 38 năm qua, một điều cũng căn lưu ý là đã có những thay đổi lớn lao xảy ra đối với việc sử dụng thuật ngữ "nhà đầu tu" trong giai đoạn đó. Sau cuộc đại suy thoái thị trường những năm 1929-1932, tất cả các cổ phiếu thường đèu bị coi là có tính đâu cơ về bân chất. (Một chuyên gia hàng đâu đã tuyên bố thẳng thừng rằng chỉ có trái phiếu mới có thể được mua để đầu tư[29]). Do vậy, khi đó chúng tôi đã phải bâo vệ định nghĩa của mình khỏi lời buộc tội là nó nêu ra một phạm vi quá rộng đối với khái niệm đâu tư.

Song hiện nay mối quan ngại của chúng tôi lại theo chiều ngược lại. Chúng tôi phải ngán không đề bạn đọc sử dụng một biệt ngữ thông dụng nhằm áp dụng thuật ngữ "nhà đầu tư" đối với bất cứ ai và tất cã mọi người trên thị trường chứng khoán. Trong lần xuất bản gần đây nhất, chúng tôi đã trích dẫn dòng tít lớn sau đây của một bài báo trên trang nhất trong tạp chí tài chính hàng đầu của mình vào tháng 6 năm 1962:

CÁC NHÀ ĐẦU TƯ NHỎ LÀ NHỮNG NGƯỜI BÁN LÚC GIÁ XUỐNG, HỌ BÁN KHỐNG CÁC Lố LẺ Tháng 10 năm 1970, cũng tạp chí này có bài xã luận phê phán cái mà tạp chí đó gọi là "các nhà đầu tư liều lĩnh", những người đã vội vã gia nhập bên mua.

Các trích dẫn này minh họa khá rõ sự lẫn lộn thống trị nhiều năm trong việc sử dụng các từ đầu tư và đầu cơ. Hãy xem định nghĩa về đầu tư mà chúng tôi đề xuất ở trên và so sánh nó với việc bán một số cổ phiếu bởi một người ít kinh nghiệm trong công chúng, một người thậm chí không sở hữu cái mà anh ta bán ra, và có một niềm tin mang nặng cảm tính là anh ta sẽ có khả năng mua lại các cổ phiếu đó với giá thấp hơn nhiều. (Điều không phải không thích hợp là chỉ ra rằng khi bài báo năm 1962 xuất hiện thì thị trường đã chịu một đợt sụt giảm lớn, và sau đó đã sẵn sàng cho một đợt tăng trở lại còn mạnh hơn. Đó có lẽ là thời gian tồi nhất có thể có để bán khống). Theo một cách hiểu thông thường hơn, cụm từ vừa được sử dụng "nhà đầu tư liều lĩnh" có thể được xem như một sự tương phản buồn cười - đại loại cũng giống như cụm từ "kẻ keo kiệt tiêu tiền như rác" - nếu như việc sử dụng sai ngôn ngữ này không đến nỗi có hại cho lắm.

Tờ báo đã sử dụng từ "nhà đầu tu" trong những trường hợp như vậy bởi vì theo ngôn ngữ dễ dãi của Phố Wall, bất kỳ ai mua hoặc bán chứng khoán đều là nhà đầu tư , bất kể anh ta mua cái gì, nhằm mục đích gì, tại giá nào, mua bằng tiền mặt hay tiền bảo chứng. Hãy so sánh điều này với thái độ của công chúng đối với các cổ phiếu thường năm 1948, khi mà trên 90% những người được hỏi cho thấy họ phản đối việc mua các cổ phiếu thường[30]. Khoảng một nửa số người cho biết lý do là "không an toàn, một sự đánh bạc", và một nửa thì nêu lý do là "không thạo"[31]. Điều thực sự mỉa mai (tuy không đáng ngạc nhiên) là việc mua tất cả các loại cổ phiếu thường nói chung được coi là mang tính đầu cơ cao hoặc có tính rủi ro cao, khi mà chúng đang được bán trên cơ sở rất hấp dẫn, và nhờ vào việc sắp đạt được sự tăng giá lớn nhất trong lịch sử của chúng; ngược lại, việc chúng đã tăng giá đến mức nguy hiểm không thể chối cãi được, theo đánh giá dựa vào kinh nghiệm cũ, sau đó đã biến các chứng khoán này thành các khoản "đầu tu" và toàn bộ những người mua chứng khoán loại này là "nhà đầu tu".

Sự phân biệt giữa đầu tư và đầu cơ đối với các chứng khoán luôn là một điều hữu ích và việc sự phân biệt này biến mất là một lý do gây quan ngại. Chúng tôi thường nói rằng Phố Wall với tư cách là một thể chế cần phải được tư vấn để phục hồi lại sự phân biệt này và nhấn mạnh nó trong tất cả các giao dịch với công chúng. Nếu không, các thị trường chứng khoán một ngày nào đó sẽ bị lên án do đã để xảy ra những tổn thất đâu cơ lớn mà những người chịu mất mát đã không được cảnh báo trước. Điều mỉa mai, một lần nữa, là hầu hết các tình trạng lúng túng về tài chính gần đây của một số công ty chứng khoán có lẽ là xuất phát từ việc đưa các cổ phiếu thường có tính đầu cơ vào trong quỹ vốn của mình. Chúng tôi tin rằng người đọc cuốn sách này sẽ có được quan niệm tương đối rõ ràng về các rủi ro có tính cố hữu của các cam kết cổ phiếu thường - những rủi ro đó là phần không thể tách rời của các cơ hội về lợi nhuận mà chúng đưa ra, và cả hai cái đó đều cần được xét đến trong những tính toán của nhà đầu tư.

Điêu chúng tôi vừa nêu cho thấy là không còn tồn tại những phương cách đấu tưthuần túy chỉ bao gồm những cổ phiếu thường tiêu biểu - theo nghĩa là bạn luôn có thể chờ để mua chúng ở cái giá không có rủi ro về thị trường hoặc không có thua thiệt về mặt yết giá đủ lớn để gây bất an. Trong hầu hết các giai đoạn, nhà đầu tư cân nhận biết sự tồn tại của yếu tố đầu cơ trong các cổ phiếu thường mà anh ta đang giữ. Nhiệm vụ của anh ta là phải giữ cho thành phần này trong giới hạn đủ nhỏ, và phải sẵn sàng về mặt tài chính và tâm lý để đối phó với các kết cục bất lợi có thể xảy ra trong ngắn hạn hoặc dài hạn.

Hai đoạn cần được bổ sung để nói về bản chất đầu cơ tự thân của chứng khoán, được phân biệt với thành phần đầu cơ hiện hữu trong hầu hết các cổ phiếu thường tiêu biểu. Đâu cơ công khai không phải là điều phi pháp, phi đạo lý, cũng không phải (đối với hầu hết mọi người) là để làm phồng túi tiền. Không chỉ có thế, một số loại đầu cơ còn là cần thiết và không tránh khỏi, bởi vì trong nhiều tình huống về cổ phiếu thường, khả năng xảy ra lãi và lỗ đều rất lớn, và rủi ro trong trường hợp đó cần được ai đó gánh chịu[32]. Có sự đầu cơ thông minh, cũng như có sự đầu tư thông minh. Nhưng có nhiều kiểu đầu cơ kém thông minh.

Trong số đó một số kiểu trước tiên là: (1) đầu cơ trong khi lại nghĩ mình đang đầu tư,Ễ (2) đầu cơ nghiêm túc chứ không phải để cho vui, trong khi bạn thiếu những kiến thức và kỹ năng cần thiết; và (3) đánh liều đầu cơ nhiều tiền hơn những gì bạn có thể đáp ứng được khi thua lỗ.

Theo quan điểm thận trọng của chúng tôi, tất cả những nhà đầu tư không chuyên nghiệp nào đang kinh doanh theo hình thức bảo chứng[33] nên biết rằng anh ta tự bản thân mình đang đầu cơ và nhà môi giới của anh ta có nhiệm vụ nói cho anh ta biết. Và những ai mua được cái gọi là cổ phiếu thường phát hành "nóng", theo bất cứ cách nào tương tự$_0$ cũng đều là đâu cơ hay đánh bạc. Đâu cơ luôn là một việc rất hấp dẫn, và nó cũng rất thú nếu bạn là người dẫn đầu cuộc chơi. Nếu muốn thử vận may của mình, bạn hãy dành một khoản - càng nhỏ càng tốt - tiền vốn của mình trong quỹ riêng để phục vụ cho mục đích này. Đừng bao giờ đổ thêm tiền vào tài khoản này chỉ vì thị trường đã đi lên và lợi nhuận tuôn vào. (Đó là lúc bạn cãn xem xét để rút tiền ra khỏi quỹ đầu cơ). Đừng bao giờ trộn lẫn các hoạt động đầu cơ và đầu tư vào cùng một tài khoản, càng không được làm thế trong bất cứ suy nghĩ nào của mình.

Những kết quả mà nhà đầu tư phòng vệ có thể trông đợi Chúng tôi đã định nghĩa nhà đầu tư phòng vệ là một người quan tâm chủ yếu đến sự an toàn và không muốn hệ lụy phiền toái. Nói chung anh ta nên tiến hành như thế nào và anh ta có thể mong đợi mức sinh lợi ra sao trong những "điều kiện bình thường trung bình" - nếu thật sự tồn tại những điều kiện như vậy? Để trả lời các câu hỏi này, đầu tiên chúng tôi sẽ xét tới những gì chúng tồi đã viết về vấn đe này bảy năm trước, sau đó là những thay đổi đáng kể nào đã xảy ra kể từ khi đó đối với các yếu tố cơ bản ảnh hưởng tới lợi nhuận được trông đợi của nhà đầu tư , và cuối cùng là những gì anh ta nên làm và nên mong đợi trong những điều kiện của hiện tại (vào đầu năm 1972).

1. Những gi chúng tôi đã nói sáu năm trước Chúng tôi đã khuyến khích nhà đầu tư chia đèu tài sản chứng khoán của mình giữa các trái phiếu cấp cao và các cổ phiếu thường hàng đầu; phần trái phiếu không bao giờ được ít hơn 25% hoặc nhiều hơn 75%, và điều ngược lại là cần thiết cho phần cổ phiếu thường; lựa chọn đơn giản nhất của anh ta là giữ một tỷ lệ 50-50 giữa chúng, và có điều chỉnh đề khôi phục lại cân bằng khi mà các diễn biến của thị trường khiến nó lệch đi, chẳng hạn, khoảng 5%. Một phương châm thay thế khác là anh ta có thể giâm phần cổ phiếu thường xuống 25% "nếu anh ta cãm thấy thị trường cao một cách nguy hiểm", và ngược lại có thể tăng nó lên đến 75% "nếu anh ta cãm thấy rằng sự giâm giá cổ phiếu khiến chúng mỗi lúc một hấp dẩn hơn".

Vào năm 1965, nhà đầu tư có thể đạt được mức sinh lợi khoảng 4,5% với các trái phiếu cấp cao có đánh thuếvà 3,25% với các trái phiếu miễn thuế tốt. Mức sinh lợi cổ tức (dividend return) của các cổ phiếu thường hàng đầu (với chỉ số DJIA ở mức 892) chỉ khoảng 3,2%. Thực tẽ này, cũng như một số thực tế khác, cho thấy là cần có sự thận trọng. Chúng tôi đã gợi ý rằng "ở mức thị trường bình thường" nhà đău tư có thể đạt được mức sinh lợi cổ tức

ban đầu khoảng từ 3,5% đến 4,5% với việc mua cổ phiếu của mình, ngoài ra cũng nên cộng thêm vào đó sự tăng đều đặn giá trị cơsở[34] (và mức "giá thị trường bình thường") của một danh mục chứng khoán mang tính đại diện lên cùng một lượng, điều này sẽ mang lại một mức sinh lợi từ cổ tức kết hợp với sự tăng giá trị bằng khoảng 7,5% một năm. Việc chia đều giữa trái phiếu và cổ phiếu sẽ thu được hoa lợi khoảng 6% trước khi đóng thuế thu nhập. Chúng tôi cũng nói thêm rằng thành phần cổ phiếu sẽ có tác dụng bảo vệ tương đối tốt đối với việc giảm sức mua do lạm phát quy mô lớn.

Cũng nên chỉ ra rằng các phép tính toán trên cho thấy kỳ vọng về tốc độ tăng của thị trường cổ phiếu thấp hơn rất nhiều so với mức tăng thực tế trong khoảng thời gian từ năm 1949 đến năm 1964. Mức tăng này cho giá trị trung bình cao hơn nhiều con số 10% đối với các cổ phiếu được niêm yết xét tổng thể, và nói chung người ta coi điều này như sự đảm bảo rằng trong tương lai cũng sẽ có những kết quả thỏa đáng như vậy. Rất ít người chịu nhìn nhận một cách nghiêm túc về khả năng là mức tăng cao trong quá khứ đồng nghĩa với việc giá cổ phiếu "bây giờ quá cao", và do đó "những kết quả tuyệt vời kể từ năm 1949 sẽ không dẫn tới những kết quả rất tốt mà là xấu trong tương lai".[35] 2. Những gì đã diễn ra từ sau năm 1964 Thay đổi lớn kể từ năm 1964 là sự tăng mức lai suất của các trái phiếu hàng đầu lên tới mức cao kỷ lục, mặc dù kể từ khi đó cũng có sự hồi phục đáng kể từ những mức giá thấp nhất của năm 1970. Mức sinh lợi có thể thu được từ các cổ phiếu công ty mới phát hành tốt hiện giờ là khoảng 7,5%, cao hơn nhiều so với mức 4,5% của năm 1964. Trong khi đó, mức sinh lợi cổ tức của các cổ phiếu loại DJIA[36] tăng tương đối cao ngay cả trong thời kỳ suy giảm thị trường 1969-1970, nhưng trong khi chúng tôi đang viết lúc này (lúc "Dow" ở mức 900), mức sinh lợi này là thấp hơn 3,5%, so với 3,2% vào cuối năm 1964. Sự thay đổi trong mức lãi suất hiện hành tạo ra mức sụt giảm lớn nhất khoảng 38% giá thị trường của các trái phiếu trung hạn trong suốt giai đoạn này.

Có một khía cạnh có tính nghịch lý đối với các diễn biến này. Vào năm 1964, chúng tôi đã phân tích khá kỹ về khả năng là giá cổ phiếu có lẽ là quá cao và rốt cuộc nó sẽ phải chịu sự giảm giá nặng nề; nhưng chúng tôi đã không xem xét cụ thể khả năng đó cũng thể xảy ra đối với giá của các trái phiếu cấp cao. (Những ai mà chúng tôi biết đều không xem xét khả năng này). Chúng tôi có cảnh báo (tại trang 90) rằng "một trái phiếu dài hạn có thể thay đổi giá rất nhiều để đáp lại những thay đổi của mức lãi suất". Sau những gì đã diễn ra, chúng tồi nghĩ rằng cảnh báo này - với các ví dụ đi kèm - đã không được nhấn mạnh đủ mức cần thiết. Vì thực tế rằng nếu một nhà đầu tư có một khoản tiền nhất định trong nhóm DJIA tại giá đóng cửa của nó là 874 vào cuối năm 1964 thì anh ta sẽ có một khoản lợi nhuận nhỏ sau đó vào cuối năm 1971; thậm chí ở mức giá thấp nhất (631) vào năm 1970 thì thua lỗ được thể hiện của anh ta cũng vẫn ít hơn thua lỗ của trái phiếu dài hạn loại tốt. Mặt khác, nếu anh ta chỉ giới hạn phần đầu tư trái phiếu vào trái phiếu tiết kiệm Mỹ; các chứng khoán công ty phát hành ngắn hạn hoặc các tài khoản tiết kiệm thì anh ta sẽ không bị thua lỗ về giá trị thị trường đối với số tiền gốc của mình trong giai đoạn này và anh ta sẽ nhận được mức sinh lợi cao hơn so với mức sinh lợi của các cổ phiếu tốt. Do đó, các "công cụ tương đương tiền mặt" thật

sự lại là sự đầu tư tốt hơn trong năm 1964 so với cổ phiếu thường - cho dù có xảy ra lạm phát mà đáng lẽ theo lý thuyết phải có lợi cho cổ phiếu hơn tiền mặt. Sự sụt giảm trong giá trị vốn được thông báo của các trái phiếu dài hạn tốt là do diễn biến trong thị trường tiền tệ, một lĩnh vực khó hiểu mà bình thường vốn không có ảnh hưởng quan trọng tới phương châm đầu tư của các cá nhân.

Đây chỉ là một chuỗi vô tận các trải nghiệm theo thời gian để chứng minh rằng tương lai của giá chứng khoán không bao giờ có thể dự đoán được[37]. Giá trái phiếu hầu như luôn dao động ít hơn giá cổ phiếu, và nhà đầu tư nói chung có thể mua các trái phiếu tốt với bất kỳ kỳ hạn nào mà không phải lo lắng về những thay đổi trong giá trị thị trường của chúng. Có một vài ngoại lệ đối với quy luật này, và giai đoạn sau năm 1964 là một ví dụ. Chúng tôi sẽ nói nhiều hơn về vấn đề thay đổi giá cả trái phiếu trong một chương sau này.

3. Các kỳ vọng và phương châm vào cuối năm 1971 và đầu năm 1972 Đến cuối năm 1971, người ta có thể thu được lãi suất chịu thuế 8% đối với các trái phiếu công ty tốt với kỳ hạn trung bình, và 5,7% miễn thuế đối với các chứng khoán tốt của bang hoặc thành phố. Trong lĩnh vực ngắn hạn hơn thì nhà đầu tư có thể thu được khoảng 6% đối với các chứng khoán của chính phủ Mỹ có kỳ hạn 5 năm. Trong trường hợp sau, người mua không cãn quan tâm đến sự giảm sút có thể có của giá thị trường, vì anh ta chắc chắn sẽ được hoàn trả toàn bộ̣ kể cả 6% mức lợi nhuận lãi, vào cuối một thời kỳ cầm giữ tương đối ngắn, cổ phiếu DJIA với mức giá thường xuyên của nó là 900 vào năm 1971 chỉ kiếm được có 3,5%.

Hãy cho phép chúng tôi giả định rằng hiện nay, cũng như trong quá khứ, quyết định phương châm đầu tư cơ bản là làm thế nào để phân chia khoản đầu tư giữa các trái phiếu cấp cao (hay các "công cụ tương đương tiền mặt" khác) và các cổ phiếu loại DJIA dẫn đầu.

Nhà đầu tư nên đi theo đường hướng nào trong điều kiện hiện nay, nếu chúng ta không có lý do chắc chắn để dự đoán một động thái đi lên hoặc đi xuống đáng kể trong tương lai gần? Đâu tiên hãy để chúng tôi chỉ ra rằng nếu không có sự thay đổi bất lợi nghiêm trọng nào, nhà đầu tư phòng vệ có thể tin vào mức sinh lợi cổ tức 3,5% hiện nay của cổ phiếu của mình và cả mức lên giá trung bình hằng năm khoảng 4%. Chúng tôi sẽ giải thích sau này rằng sự tăng giá dựa chủ yếu trên sự tái đầu tư của một số công ty một lượng tương ứng hàng năm từ lợi nhuận không được phân phối cho cổ đông. Trước khi nộp thuế thì mức sinh lợi kết hợp từ các loại cổ phiếu của anh ta khi đó tính trung bình sẽ khoảng 7,5% chẳng hạn, ít hơn một chút so với lai suất từ các trái phiếu cấp cao của anh ta[38]. Sau khi nộp thuế thì mức sinh lợi trung bình của cổ phiếu lúc đó sẽ khoảng 5,3%[39]. Con số này gần bằng những gì ta có thể thu được hiện tại từ các trái phiếu tốt miễn thuế với kỳ hạn trung bình.

So với các kỳ vọng trong phân tích về năm 1964 của chúng tôi, các kỳ vọng này là kém thuận lợi hơn nhiều đối với cổ phiếu so với trái phiếu. (Kết luận này được suy ra một cách hiển nhiên từ một điều thực tế cơ bản là hoa lợi trái phiếu đã tăng nhiều hơn nhiều hoa lợi cổ phiếu kể từ 1964.) Chúng ta không bao giờ được quên sự thật là chi trả về tiền lãi và tiền gốc của các trái phiếu tốt được bảo hộ tốt hơn nhiều và do đó chúng chắc chắn hơn cổ tức và sự

lên giá của cổ phiếu. Vì thế, chúng tôi buộc phải kết luận rằng hiện tại, vào cuối năm 1971, đầu tư trái phiếu được ưa chuộng hơn nhiều so với đầu tư cổ phiếu. Nếu chúng tôi có thể chắc chắn rằng kết luận này là đúng thì chúng tôi sẽ phải khuyên nhà đầu tư phòng vệ đặt hết tiền vào trái phiếu và không một đồng nào cho cổ phiếu thường, cho đến khi mối quan hệ hoa lợi hiện tại thay đổi một cách đáng kể theo hướng có lợi cho cổ phiếu. Nhưng tất nhiên là chúng tôi không thể chắc chắn rằng trái phiếu sẽ có lợi hơn cổ phiếu xét từ các mức của ngày hôm nay. Người đọc sẽ nghĩ ngay lập tức rằng yếu tố lạm phát là lý do chính. Trong chương sau, chúng tôi sẽ lập luận rằng những kinh nghiệm đáng kể của mình về lạm phát ở Mỹ trong thế kỷ này sẽ không ủng hộ cho việc lựa chọn cổ phiếu thay vì trái phiếu, với các mức chênh lệch về hoa lợi hiện nay. Song luôn tồn tại một khả năng - mặc dù chúng tôi coi là rất khó xảy ra - rằng có một cuộc lạm phát tăng tốc, bằng cách này hay cách khác sẽ khiến cổ phiếu được ưa chuộng hơn trái phiếu được chi trả bằng một khoản tiền cố định[40]. Song cũng có một khả năng khác - mà chúng tôi cũng coi là rất khó xảy ra - là việc kinh doanh ờ Mỹ sẽ trở nên sinh lời đễn mức mà không cẩn có lạm phát tăng cao, cũng có thế khiến giá trị cổ phiếu thường tăng mạnh trong một vài năm tới. Cuối cùng, còn có một khả năng quen thuộc nữa là chúng ta sẽ chứng kiến một cuộc tăng giá lớn mang tính đầu cơ trong thị trường cổ phiếu, mà không có lý do thực sự nào từ phía các giá trị cơ sở. Bất kỳ nguyên nhân nào trong số các nguyên nhân này, và có thể là những nguyên nhân khác mà chúng tôi chưa nghĩ tới, đêu có thể khiến nhà đầu tư hối hận khi tập trung 100% vào trái phiếu kê’ cả khi mức hoa lợi của chúng hấp dẫn hơn.

Do đó, sau cuộc thảo luận ngắn về các cân nhắc chủ yếu này, chúng tôi một lần nữa nói đến phương châm thỏa hiệp cơ bản cho các nhà đầu tư phòng vệ - tức là họ luôn luôn phải có một phần quỹ đáng kể dành cho phần nắm giữ kiểu trái phiếu và một phần đáng kể khác dành cho cổ phần chủ sở hữu. Tuy nhiên, họ vẫn có thể chọn giữa việc duy trì một sự phân chia đơn giản 50-50 giữa hai thành phần này, hoặc một tỷ lệ khác, dựa trên đánh giá của họ, dao động từ thấp nhất là 25% và cao nhất là 75% mỗi loại. Chúng tôi sẽ đưa ra cách nhìn chi tiết hơn về các phương châm khác nhau này trong một chương sau này. Hiện tại vì tổng mức sinh lợi mong đợi của cổ phiếu thường gần bằng tổng mức sinh lợi của trái phiếu, mức sinh lợi kỳ vọng hiện tại (bao gồm cả sự tăng giá cổ phiếu) của nhà đầu tư sẽ ít thay đổi bất kể anh ta phân chia quỹ giữa hai thành phần này như thế nào. Như đã tính ở trên, tổng mức sinh lợi sinh ra từ cả hai bộ phận này là khoảng 7,8% trước khi tính thuế, hay 5,5% trên cơ sở miễn thuẽ (hoặc ước tính thuế đã trả). Mức sinh lợi như vậy là cao hơn đáng kể so với những gì một nhà đầu tư thận trọng tiêu biểu thực hiện được trong hầu hết lịch sử đầu tư dài hạn. Nó có thể không hấp dẫn lắm khi so với mức sinh lợi 14% hoặc xấp xỉ như thế thu được từ các cổ phiếu thường trong 20 năm thị trường đi lên liên tục sau năm 1949. Song chúng ta cũng nên nhớ rằng giữa khoảng thời gian từ năm 1949 đến năm 1969, giá DJIA đã tăng hơn 5 lần trong khi lợi tức và cổ tức của nó chỉ tăng khoảng 2 lần. Do đó, phân lớn kỷ lục thị trường đãy ấn tượng trong giai đoạn đó là dựa trên sự thay đổi thái độ của nhà đầu tư và nhà đâu cơ chứ không phải do các giá trị cơ sở của công ty. ở một mức độ nào đó có thể gọi đây là "hoạt động tự nâng" ("bootstrap operation").

Trong khi thảo luận về danh mục đâu tư cổ phiếu thường của nhà đâu tư phòng vệ, chúng tôi mới chỉ nói về các cổ phiếu phát hành hàng đâu nằm trong 30 bộ phận cấu thành của chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones. Chúng tôi làm thế vì sự tiện lợi, chứ không có ý rằng chỉ 30 cổ phiếu phát hành này là thích hợp để mua vào. Thật ra, có rất nhiều công ty khác có chất lượng ngang bằng hoặc cao hơn trung bình của danh sách Dow Jones,ể chúng bao gồm một loạt các công ty cung cấp dịch vụ tiện ích công cộng (các công ty này có một chỉ số trung bình Dow Jones riêng để đại diện)[41]. Nhưng điểm chính ở đây là kết quả tổng thể của nhà đầu tư phòng vệ sẽ ít khi khác biệt lớn với một danh sách đa dạng hoặc đại diện này, hay một danh sách khác, hoặc - đúng hơn là - cả anh ta và các cố vấn của anh ta cũng không thể dự đoán chắc chắn những chênh lệch gì cuối cùng sẽ hình thành. Đúng là nghệ thuật đầu tư thành thạo hay khôn ngoan nằm trong việc chọn các cổ phiếu phát hành có thể đưa ra kết quả tốt hơn là thị trường chung. Vì một số lý do sẽ giải thích ở phần khác, chúng tôi nghi ngờ khả năng các nhà đầu tư phòng vệ nói chung có thể tạo ra kết quả tốt hơn bình thường - tức là họ tự vượt qua thành tích tổng thể của chính mình[42]. (Sự nghi ngờ của chúng tôi còn dành cho cả việc quản lý các quỹ lớn của các chuyên gia).

Hãy để chúng tôi thể hiện ý kiến của mình bằng một ví dụ mà ban đầu có vẻ như chứng minh cho điều ngược lạiỆ Trong thời gian từ tháng 12 năm 1960 đến tháng 12 năm 1970, chỉ số DJIA tăng từ 616 lên 839, tức là tăng 36%. Nhưng trong cùng thời kỳ ấy, chỉ số lớn hơn nhiều của Standard & Poor's đo bằng 500 cổ phiếu lại tăng từ 58,11 lên 92,15, tức là tăng 58%. Rõ ràng là nhóm thứ hai đã thể hiện đó là món "hàng" tốt hơn nhóm đâu. Nhưng ai có thể hấp tấp đến nỗi dự đoán trong năm 1960 rằng một tổ hợp pha tạp đủ loại cổ phiếu thường lại có thể chắc chắn vượt qua được "ba mươi chúa tể" thượng lưu của chỉ số Dow? Tất cả điều đó cho thấy, chúng tôi xin nhấn mạnh lại, là rất ít khi ta có thể đưa ra dự đoán đáng tin cậy về sự thay đổi giá cả, dù là tuyệt đối hay tương đối.

Chúng tôi sẽ nhắc lại ở đây mà không do dự - vì cảnh báo không thể được đưa ra một cách quá thường xuyên - rằng nhà đầu tư không thể mong thu được kết quả cao hơn trung bình bằng cách mua các chứng khoán mới, hay các phát hành "nóng" thuộc bất kỳ kiểu nào, tức là những chứng khoán được gợi ý là đem về lợi nhuận nhanh[43]. Điều ngược lại thì hầu như chắc chắn đúng về lâu dài. Nhà đầu tư phòng vệ phải giới hạn mình trong các cổ phần của những công ty quan trọng có thành tích lâu dài về các hoạt động sinh lời và có tình trạng tài chính mạnh. (Bất kỳ nhà phân tích chứng khoán có giá nào cũng có thể lập ra một danh sách các công ty như vậy). Các nhà đầu tư xông xáo có thể mua các loại cổ phiếu thường khác, nhưng chúng cũng cần phải có cơ sở hấp dẫn chắc chắn, dựa vào sự phân tích thông minh.

Để kết thúc phần này, chúng tôi sẽ nói qua về ba khái niệm hoặc phương thức thực hành bổ sung cho nhà đầu tư phòng vệ. Đâu tiên là việc mua cổ phần của một quỹ đầu tư có tiếng thay cho việc tự lập một danh mục đầu tư của mình. Anh ta có thể sử dụng một trong các "quỹ ủy thác thường" hoặc các "quỹ đồng hòa nhập" ("commingled fund"), được điều hành bởi các công ty và ngân hàng ủy thác ở nhiều bang; hoặc, nếu vốn của anh ta lớn, anh ta có thể sử dụng dịch vụ của một công ty tư vấn đầu tư có tiếng. Việc này sẽ cho phép anh ta

quản lý một cách chuyên nghiệp kế hoạch đấu tư của mình theo những lề lối tiêu chuẩn. Thứ ba là phương pháp "bình quân chi phí đô la", đơn giản là nhà đầu tư dành một khoản tiền cố định mỗi tháng hoặc mỗi quý để đầu tư vào các cổ phiếu thường. Như vậy thì anh ta sẽ mua nhiều cổ phần hơn khi thị trường thấp so với khi thị trường cao, và anh ta rất có thể sẽ có được mức giá tổng thể thỏa đáng với tất cả phần nắm giữ của mình. Nói đúng ra, phương pháp này là việc áp dụng một cách tiếp cận rộng hơn gọi là "đầu tư theo công thức". Việc này đã được đè cập đến trong lời khuyên của chúng tôi rằng nhà đầu tư có thể thay đổi phần nắm giữ cổ phiếu thường của mình giữa mức nhỏ nhất là 25% và mức lớn nhất là 75%, theo một mối tương quan ngược với diễn biến của thị trường. Các ý tưởng này sẽ sinh lời cho nhà đầu tư phòng vệ, và chúng sẽ được bàn đến nhiều hơn trong các chương sau[44].

Các kết quả mà nhà đầu tư xông xáo kỳ vọng Người mua chứng khoán mạnh bạo tất nhiên sẽ mong muốn và kỳ vọng đạt được các kết quả tổng thể tốt hơn nhà đầu tư phòng vệ hoặc thụ động. Nhưng đầu tiên anh ta phải chắc chắn rằng các kết quả của mình không tồi hơn. Không lý gì khi ta đem rất nhiều sinh lực, sự nghiên cứu và khả năng thiên bẩm đến Phố Wall đề rồi kết cục lại bị lỗ nhiều hơn lai Các phẩm chất trên, nếu định hướng nhầm, sẽ không khác gì sự cản trở. Vì vậy nên một điều vô cùng quan trọng là nhà đầu tư mạnh bạo phải khởi đầu với quan niệm rõ ràng về những quy trình nào sẽ đem lại cơ hội thành công tương đối, còn quy trình nào thì không.

Đâu tiên, chúng ta hãy xem xét một vài cách thức mà các nhà đầu tư và nhà đầu cơ thường hay sử dụng để đạt được các kết quả cao hơn thông thường. Chúng bao gồm:

1. KINH DOANH THEO THỊ TRƯỜNG. Việc này thường có nghĩa là mua cổ phiếu khi thị trường đi lên và bán chúng đi sau khi thị trường quay đầu đi xuống. Các cổ phiếu được chọn mua thường nằm trong số có "biểu hiện" tốt hơn mức trung bình của thị trường. Một số ít các nhà kinh doanh chuyên nghiệp thường xuyên tham gia vào việc bán khống. Họ bán những chứng khoán không có trong tay mà là vay thông qua các cơ chế đã hình thành của giao dịch chứng khoán. Mục tiêu của họ là sinh lời từ sự giảm giá sau đó của các cổ phiếu này, bằng cách mua lại chúng với giá thấp hơn giá bán. (Như trích dẫn của chúng tôi từ Wall Street Journal [Nhật báo Phố Wall] tại trang 34 đã cho thấy, kể cả những "nhà đầu tư nhỏ" - hãy vứt bỏ khái niệm này đi! - đôi khi cũng thử tay nghè non nớt của mình trong việc bán khống).

2. CHỌN LỌC NGẮN HẠN. Việc này có nghĩa là mua cổ phiếu của các công ty đang báo giá hoặc đang được trông đợi để báo cáo về lợi tức đã tăng lên, hoặc một diễn biến thuận lợi nào đó của công ty đang được mong đợi.

3. CHỌN LỌC DÀI HẠN. Ở đây điểm nhấn thông thường là vào thành tích phát triển xuất sắc trong quá khứ, và có nhiều khả năng là nó sẽ tiếp tục trong tương lai. Trong một số trường hợp, "nhà đầu tu" có thể chọn các công ty chưa thể hiện được các kết quả ấn tượng, nhưng được mong đợi là sẽ có sức kiếm lời cao sau này. (Những công ty như vậy thường thuộc về một lĩnh vực công nghệ nào đó - chẳng hạn như máy tính, dược phẩm, điện tử-và

chúng thường đang phát triển các quy trình hoặc sản phẩm mới được coi là đặc biệt hứa hẹn).

Chúng tôi đã thể hiện quan điểm phủ định của mình về khả năng thành công tổng thể của nhà đầu tư trong các lĩnh vực hoạt động này. Mục đâu tiên chúng tôi đã loại trừ khỏi lĩnh vực đầu tư dựa trên cơ sở của cả lý thuyết và thực tế. Kinh doanh cổ phiếu không phải một việc "mà dựa trên phân tích kỹ lưỡng có thể cho ta sự an toàn về vốn gốc và mức sinh lợi thỏa đáng". Kinh doanh cổ phiếu sẽ được nói đến nhiều hơn trong một chương sau này[45].

Trong những nỗ lực chọn các cổ phiếu hứa hẹn nhất cho kỳ ngắn hạn hoặc tương lai lâu dài, nhà đầu tư gặp phải hai kiểu chướng ngại vật - kiểu thứ nhất xuất phát từ khả năng nhầm lẫn của con người và kiểu thứ thứ hai là từ bản chất cuộc cạnh tranh. Anh ta có thể nhầm lẫn về dự báo tương lai của mình; hoặc kể cả nếu anh ta đúng, giá cả thị trường hiện tại có thể đã phản ánh hết những gì anh ta trông đợi. Trong lĩnh vực chọn lọc ngắn hạn, kết quả năm nay của một công ty thường là thông tin công khai trên Phố Wall,ề kết quả năm sau, theo những gì có thể dự đoán được, cũng đã được xem xét cẩn thận. Do đó, nhà đầu tư nào chọn các cổ phiếu phát hành chủ yếu dựa theo các kết quả xuất sắc của năm nay, rất có thể sẽ thấy rằng các nhà đầu tư khác cũng đã làm vậy vì cùng lý do này.

Trong khi chọn cổ phiếu cho các dự định dài hạn của mình, các khó khăn của nhà đầu tư về cơ bân vẫn như thế. Khá năng bị nhầm lẫn hoàn toàn khi dự đoán - điều mà chúng tôi đã minh họa với ví dụ về hàng không tại trang 21 - chắc chắn là lớn hơn so với khi xử lý lợi tức ngắn hạn. Vi các chuyên gia thường xuyên bị nhầm lẫn khi dự báo, trên lý thuyết thì một nhà đầu tư có thế lãi lớn khi dự báo đúng trong khi cả Phố Wall lại dự báo sai. Nhưng đó chỉ là trên lý thuyết. Có bao nhiêu nhà đầu tư mạnh bạo có thể dựa vào sự nhạy bén hay năng khiếu tiên tri của mình đề thắng được các chuyên gia phân tích trong trò chơi yêu thích của họ về dự báo lợi tức tương lai dài hạn?

Do đó, chúng tôi phải đi đến một kết luận hợp lý sau, cho dù là đáng buôn: Để có khả năng đạt được kết quả cao hơn trung bình, nhà đâu tư phải tuân theo các phương châm nào (1) sáng suốt và đẫy hứa hẹn một cách cố hữu, và (2) không phải là phổ biến trên Phố Wall.

Có tồn tại phương châm như vậy cho nhà đầu tư mạnh bạo không? Một lần nữa, trên lý thuyết, câu trả lời là có; và có những lý do vững chắc đề cho rằng ngoài đời câu trả lời cũng là có. Ai cũng biết rằng các hoạt động đầu cơ chứng khoán bị đầy đi quá xa theo cà hai hướng, thường xuyên đối với thị trường chung và vào mọi lúc đối với ít nhất một vài chứng khoán phát hành riêng lẻ. Hơn nữa, một cổ phiếu thường có thê’ bị đánh giá thấp vì thiếu sự chú ý hoặc định kiến vô lý phổ biến. Chúng tôi có thể đi xa hơn và khẳng định điều này đối với một phần vô cùng lớn việc kinh doanh cổ phiếu thường, những người tham gia dường như - nói một cách lịch sự - không biết cách phân biệt phần này với phần khác trong giải phẫu của mình. Trong cuốn sách này, chúng tôi sẽ chỉ ra một số vi dụ về sự khác biệt (trong quá khứ) giữa giá và giá trị. Do đó có vẻ bất kỳ một người thông minh nào, với một cái đâu tính toán tốt về các con số, chắc phải có được cuộc dạo chơi thực thụ trên Phố Wall, đánh bật

sự ngốc nghếch của người khác. Có vẻ vậy, nhưng chuyện lại không đơn giản như vậy. Mua một cổ phiếu phát hành bị quên lãng và vì thế mà bị định giá thấp để kiếm lời, thường là một việc kéo dài và thử thách lòng kiên nhẫn. Và bán khống một cổ phiếu phát hành được ưa chuộng quá mức và do đó được định giá quá cao sẽ biến thành một cuộc thử không chỉ lòng can đảm và sức chịu đựng của một người mà cả ví tiền của anh ta[46]. Nguyên tắc thì thật là hay, việc áp dụng thành công không phải là không thể làm được, song đó rõ ràng không phải một nghệ thuật có thể dễ dàng nắm được.

Có một nhóm khá lớn các "trường hợp đặc biệt" trong nhiều năm có thể được trông đợi là sẽ đem đến một mức sinh lợi hằng năm kha khá khoảng 20% hoặc cao hơn, với khả năng rủi ro tổng thể thấp nhất đối với những ai biết đường đi nước bước trong lĩnh vực này. Các trường hợp đó bao gồm kinh doanh chênh lệch giá giữa các chứng khoán (intersecurity arbitrage), chi trả (payout) hoặc kế sách tái cơ cấu nợ (workout) trong thanh lý công ty, một số loại phòng hộ giá. Trường hợp điển hình nhất là một vụ sáp nhập hoặc mua lại công ty được dự kiến trước khiến giá trị của một số cổ phần nhất định tăng cao hơn hẳn giá của chúng tại thời điểm thông báo. Số lượng các giao dịch như vậy đã tăng nhiều trong những năm gần đây, và đó là một thời kỳ lời lai lớn đối với những kẻ sành sỏi. Nhưng với việc các vụ thông báo sáp nhập tăng lên nhiều thì các trở ngại đối với sáp nhập cũng tăng lên nhiều, khiến cho các vụ giao dịch không thành công cũng tăng lên nhiều; do đó, khá nhiều những thua lỗ cá nhân đã trở thành hiện thực trong các hoạt động từng một thời là an toàn này. Ngoài ra, có thể mức lời lãi tổng thể đã bị giảm đi do có quá nhiều sự cạnh tranh[47].

Sự giảm khả năng sinh lai của những trường hợp đặc biệt này có vẻ là biểu hiện của một quá trình tự phá hủy - gần giống như quy luật về mức sinh lợi giảm dần - đã được phát triển trong suốt thời gian hình thành cuốn sách này. Vào năm 1949, chúng tôi có thể đưa ra một nghiên cứu về sự dao động của thị trường chứng khoán trong vòng 75 năm trở về trước, nó chứng tỏ một công thức - dựa vào lợi tức và mức lãi suất hiện tại - để xác định mức mua DJIA thấp hơn giá trị "trung tâm" hoặc "nội tại" của nó, và bán ở mức cao hơn giá trị này. Nó áp dụng châm ngôn chủ đạo của gia đình Rothschild là "Mua rẻ bán đắt"[48]. Và nó có lợi thế là đi ngược lại hoàn toàn với châm ngôn ăn sâu và độc hại của Phố Wall là phải mua chứng khoán bởi vì chúng đi lên và bán bởi vì chúng đi xuống. Mặc dù vậy, sau năm 1949 công thức này không còn đúng nữa. Minh họa thứ hai được thể hiện qua "Lý thuyết Dow" nổi tiếng về biến động của thị trường chứng khoán, trong việc so sánh giữa những kết quả tuyệt vời của nó trong giai đoạn 1897-1933, và hiệu quả đáng nghi ngờ hơn nhiều của nó từ năm 1934.

Ví dụ thứ ba và cuối cùng về các cơ hội vàng mà gần đây không còn nữa: Một phần lớn các hoạt động của chúng tôi trên Phố Wall là tập trung vào việc mua các cổ phiếu phát hành giá hời (bargain issue) được nhận dạng một cách dễ dàng bởi chúng được bán ở mức giá thấp hơn cổ phần của mình trong tài sản có ròng hiện tại (vốn lưu động) nói riêng, không tính khoản mục nhà máy và các tài sản khác, và sau khi đã khấu trừ hết tất cả tài sản nợ trước cổ phiếu này. Rõ ràng là các cổ phiếu phát hành này được bán ở giá thấp hơn nhiều giá trị của cả doanh nghiệp với tư cách là một công ty tư nhân. Không có người chủ sở hữu hay cổ đông

lớn nào lại muốn bán những gì họ sở hữu với cái giá thấp đến ngỡ ngẩn như vậy. Thế mà lạ thay, các trường hợp lạ thường này lại không khó tìm. Vào năm 1957, một danh sách được công bố cho thấy gần 200 cổ phiếu phát hành kiểu này có mặt trên thị trường. Theo nhiều cách khác nhau, gần như tất cả các cổ phiếu phát hành giá hời này lại trở nên sinh lời, và kết quả trung bình hằng năm còn cao hơn hầu hết các đầu tư khác. Nhưng rồi chúng cũng gần như biến mất khỏi thị trường chứng khoán trong thập kỷ sau đó, cùng với chúng là cả một lĩnh vực đáng tin cậy để nhà đầu tư mạnh bạo có thể thực hiện các phi vụ khôn ngoan và thành công. Tuy nhiên, với mức giá thấp của năm 1970, một lần nữa lại xuất hiện một số lượng đáng kể các cổ phiếu phát hành "dưới mức vốn lưu động", và mặc dù thị trường đã hồi phục mạnh mẽ, vẫn có đủ các phát hành này vào cuối năm để tạo thành một danh mục đầu tư hoàn chỉnh.

Nhà đầu tư mạnh bạo trong các điều kiện ngày nay vẫn có các cơ hội khác nhau để đạt được kết quả cao hơn mức trung bình. Danh mục khổng lồ các chứng khoán đã được đưa ra thị trường cần phải bao gồm một số lượng đáng kể các chứng khoán được nhận định là bị định giá thấp theo các tiêu chuẩn hợp lý và tương đối tin cậy. Tính trung bình, các chứng khoán đó cần phải gặt hái những kết quả thỏa đáng hơn là DJIA hay bất kỳ một danh sách đại diện tương tự nào khác. Theo quan điểm của chúng tôi, việc tìm kiếm các cổ phiếu phát hành như vậy sẽ không đáng công sức của nhà đầu tư trừ phi anh ta muốn thêm 5% chẳng hạn vào mức sinh lợi trung bình hằng năm trước thuế của thành phần cổ phiếu trong danh mục đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ thử phát triển một hoặc nhiều cách tiếp cận như vậy trong việc lựa chọn cổ phiếu cho nhà đầu tư mạnh bạo sử dụng.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 1 Tất cả sự bất hạnh của nhân loại đèu do một thứ mà ra: không biết cách giữ được sự thư thái trong phòng.

- Blaise Pascal Tại sao bạn lại cho rằng tất cả các nhà môi giới trên sàn Sờ Giao dịch chứng khoán New York luôn vui mừng khi nghe tiếng chuông báo đóng cửa - bất kể điều gì đã diễn ra trên thị trường ngày hôm ấy? Đó là vì cứ mỗi khi bạn có giao dịch thì họ lại kiếm được tiền - cho dù bạn có kiếm ra tiền hay không. Bằng cách đău cơ thay vì đầu tư, bạn tự giảm đi khả năng làm giàu của mình và làm tăng khả năng này của một ai đó.

Định nghĩa về đău tư của Graham không thế rõ hơn được nữa: "Hoạt động đău tư là một hoạt động mà thông qua sự phân tích kỹ lưỡng, hứa hẹn sự an toàn vốn và mang lại mức sinh lợi thỏa đáng."[49] Hãy chú ý rằng, theo Graham, đầu tư gồm ba yếu tố ngang bằng nhau:

bạn phải phân tích kỹ lưỡng một công ty và sự vững chắc của nèn tảng kinh doanh của nó, trước khi bạn mua cổ phiếu công ty đó; bạn phải bảo vệ mình cẩn thận trước các tổn thất nghiêm trọng; bạn cãn phải mong đạt được kết quả "thỏa đáng", chứ không phải là phi thường.

Một nhà đầu tư tính toán xem một cổ phiếu có giá trị như thế nào dựa trên giá trị của doanh nghiệp đó.

Còn một nhà đầu cơ thì đánh bạc may rủi rằng giá một cổ phiếu sẽ đi lên chỉ vì ai đó sẽ trả nhiều hơn cho nó. Như Graham từng nói, các nhà đầu tư sẽ đánh giá "giá thị trường theo các tiêu chuẩn đã được xác lập về giá trị", trong khi nhà đầu cơ "dựa các tiêu chuẩn cơ bản [của mình] về giá trị vào giá thị trường"[50]. Với một nhà đầu cơ, dòng chảy không ngừng của sự báo giá cổ phiếu giống như khí ôxy vậy; cắt nó đi thì anh ta sẽ chết. Đối với một nhà đầu tư, những gì Graham gọi là "giá trị báo giá" có tầm quan trọng ít hơn nhiều. Graham khuyến khích bạn chỉ nên đầu tư nếu bạn vẫn thoải mái khi sở hữu một cổ phiếu cho dù không biết giá cổ phần hằng ngày của nó[51].

Giống như đánh bạc ở sòng bạc hay cá cược đua ngựa, đầu cơ trên thị trường có khi rất lý thú, hoặc có lúc có lợi (nếu bạn gặp may). Nhưng đó là cách tồi tệ nhất có thể hình dung để bạn làm giàu. Đó là vì Phố Wall, cũng như ở Las Vegas hay trường đua, đã định ra các khả năng sao cho chủ sòng luôn nắm đằng chuôi đối với tất cả những ai cố đánh thắng chủ sòng trong chính trò chơi đầu cơ của nó.

Ngược lại, đầu tư là một kiểu sòng bạc đặc biệt - trong đó, sau cùng bạn không thể thua, miễn là bạn chỉ chơi theo các luật lệ khiến lợi thế nghiêng về phía bạn. Những người đắu tư sẽ kiếm tiền cho bản thân; những người đầu cơ sẽ kiếm tiền cho nhà môi giới của họ. Và đó là lý do vì sao Phố Wall luôn luôn hạ thấp các phẩm chất bên bỉ của sự đầu tư và tăng sự hấp dẫn màu mè của sự đầu cơ.

KHÔNG AN TOÀN VỚI Tốc ĐỘ CAO Bị lẫn lộn giữa đầu cơ và đầu tư, như Graham cảnh báo, luôn là một sai lầm. Vào những năm 1990, sự nhầm lẫn ấy đã dẫn tới sự phá hủy quy

mô lớn. Có vẻ như gần như tất cả mọi người đã mất kiên nhẫn cùng một lúc, và Mỹ trở thành Đất nước Đầu cơ, trong đó gồm toàn những nhà đầu tư nhảy từ cổ phiếu này sang cổ phiếu khác như một đàn cào cào bay loạn giữa cánh đồng cỏ vào tháng 8.

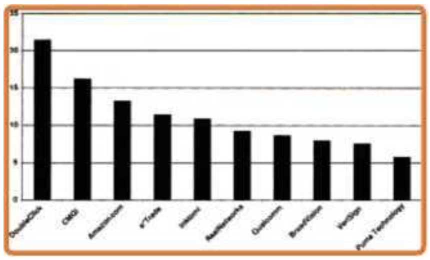
Người ta bắt đầu tin rằng phép kiểm định một kỹ thuật đầu tư chỉ đơn giản là để xem nó có "tác dụng" hay không. Nếu họ thắng trên thị trường trong bất kỳ giai đoạn nào, cho dù các kỹ thuật của họ có nguy hiểm hay ngớ ngẩn thế nào đi nữa, thì họ vẫn khoe khoang rằng mình đã "đúng". Nhưng một nhà đầu tư thông minh thì không quan tâm đến chuyện mình nhất thời đúng. Để đạt được các mục đích tài chính dài hạn của mình, bạn phải đúng một cách bền vững và đáng tin cậy. Những kỹ thuật rất mốt vào những năm 1990 như mua bán trong ngày[52], bỏ qua sự đa dạng hóa, chụp giật các quỹ tương hỗ "đang nóng", làm theo các "hệ thống" chọn lựa cổ phiếu có vẻ như có tác dụng. Nhưng chúng đêu không có cơ thắng trong thời gian lâu dài, vi chúng đèu không đạt được ba tiêu chuẩn đâu tư của Graham.

Để biết tại sao các mức sinh lợi cao một cách nhất thời không chứng minh được điều gì, bạn hãy tưởng tượng rằng hai nơi cách nhau 130 dặm. Nếu tôi đi theo giới hạn tốc độ 65 dặm/giờ, tôi có thế lái hết quãng đường trong hai giờ. Nhưng nếu tôi lái với tốc độ 130 dặm/giờ, tôi có thể đến đích trong một giờ. Nếu tôi thử làm và thành công, tôi có "đúng" không? Bạn có nên bị lôi cuốn và làm theo, vì bạn thấy tôi khoe rằng nó "có tác dụng"? Các mánh khóe hào nhoáng đề thắng thị trường cũng vậy: Trong những đợt ngắn, với điều kiện là vận may của bạn vẫn còn, thì chúng có tác dụng. Song với thời gian, dần dần chúng sẽ giết chết bạn.

Vào năm 1973, khi Graham sửa lại lần cuối cùng cuốn Nhà đầu tư thông minh, mức luân chuyển hằng năm tại Sở Giao dịch chứng khoán New York là 20%, tức là một cổ đông điển hình sẽ nắm giữ một cổ phiếu trong vòng năm năm trước khi bán nó đi. Tới năm 2002, mức luân chuyển đạt tới 105% - thời kỳ nắm giữ chỉ có 11,4 tháng. Vào năm 1973, một quỹ tương hỗ trung bình giữ một cổ phiếu trong gần ba năm,[ễ] tới năm 2002, thời gian sở hữu đã giảm xuống chỉ còn 10,9 tháng. Cứ như các nhà quản lý quỹ tương hỗ đã nghiên cứu các chứng khoán của mình đủ lâu để biết rằng đáng lẽ họ không nên mua chúng từ đầu, rồi nhanh chóng thải chúng đi và bắt đầu lại từ đầu.

Cả những công ty quản lý tiền đáng kính nhất cũng trở nên hấp tấp. Vào đầu năm 1995, Jeffrey Vinik, quản lý của Fidelity Magellan (khi đó là quỹ đầu tư tương hỗ lớn nhất thế giới), đặt 42,5% các tài sản của mình vào các cổ phiếu công nghệ. Vinik tuyên bố rằng hầu hết những người nắm giữ cổ phần của ông "đã đầu tư vào quỹ vì các mục đích trong nhiều năm nữa..[ặ] Tôi nghĩ các mục đích của họ cũng như của tôi, và cũng như tôi, họ tin rằng cách tiếp cận dài hạn là tốt nhất". Nhưng sáu tháng sau khi ông viết những lời lẽ sáng suốt này, Vinik đã bán gần hết các cổ phần công nghệ của mình, giải tỏa gần 19 tỉ đô la trong tám tuần hỗn loạn. "Dài hạn" là như thế đấy! Và tới năm 1999, bộ phận môi giới giá hạ của Fidelity đã kêu gọi khách hàng của mình giao dịch mọi lúc, mọi nơi, bằng cách chỉ sử dụng một chiếc

máy tính cầm tay Palm, một điều rất hợp với khẩu hiệu mới của công ty là "Mỗi giây đều quan trọng".

HÌNH 1-1 

Các cổ phiếu luân chuyển nhanh Và trên sàn giao dịch NASDAQ, mức luân chuyển đã đạt đến tốc độ méo mó, như trên hình 1-1 [53].

Năm 1999, cổ phần của Puma Technology, chẳng hạn, đã sang tay trung bình cứ sau mỗi 5,7 ngày. Mặc cho châm ngôn hoành tráng của NASDAQ là 'Thị trường cổ phiếu cho hàng trăm năm tới", nhiều khách hàng của nó còn không thể giữ một cổ phiếu lâu hơn một trăm giờ.

TRÒ CHƠI ĐIỆN TỪ CHỨNG KHOÁN Phố Wall làm cho việc kinh doanh trực tuyến giống như cách làm ra tiền ngay lập tức: Discover Brokerage, chi nhánh trực tuyến của công ty đáng kính Morgan Stanley, phát một quảng cáo truyền hình trong đó một lái xe cứu hộ lôi thôi đón một giám đốc trông có vẻ giàu có. Khi nhìn thấy một tấm ảnh có hình một bãi biển nhiệt đới trên bảng lái xe, nhà điều hành hỏi: "Đi nghỉ mát hả?" 'Thật ra", lái xe trả lời, "đó là nhà tôi." Ngạc nhiên, nhà điều hành nói: 'Trông giống một hòn đảo." Với sự đắc ý thầm, lái xe trả lời: 'Thật ra, đó là một đất nước."

Sự tuyên truyền còn đi xa hơn nữa. Kinh doanh trực tuyến không mất công sức gì và không cần suy nghĩ gì. Một quảng cáo truyền hình của Ameritrade, một công ty môi giới trực tuyến, xuất hiện hai bà vợ đi tập chạy về; một người bật máy tính, ấn chuột vài lần, và hân hoan nói "Hình như mình vừa kiếm được khoảng 1.700 đô la!" Trong một quảng cáo truyền hình cho công ty môi giới Waterhouse, ai đó hỏi huấn luyện viên bóng rổ Phil Jackson: "ông có biết gì về kinh doanh không?" Câu trả lời của ông ta là 'Tôi sẽ làm ngay bây giờ". (Các đội NBA của ông có thể thắng bao nhiêu trận nếu ông đem triết lý đó lên sân? Có vẻ như một kẻ không biết gì về đội kia nhưng lại nói: 'Tôi sẵn sàng đấu họ ngay bây giờ", điều này không giống như một công thức vô địch cho lắm).

Cho đến năm 1999 đã có ít nhất sáu triệu người kinh doanh trực tuyến - và khoảng một phần mười số đó "mua bán trong ngà/', tức là dùng Internet để mua bán chứng khoán với tốc độ ánh sáng. Tất cả mọi người, từ ngôi sao giải trí Barbra Streisand cho đến Nicholas Birbas, một người 25 tuổi từng là bồi bàn ở khu Queens, New York, đều vung chứng khoán như những hòn than nóng. 'Trước đây," Birbas nói, 'Tôi đã đầu tư dài hạn và tôi phát hiện ra rằng như thế thật không thông minh." Giờ đây, Birbas mua bán chứng khoán đến 10 lần một ngày và mong kiếm được 100.000 đô la một năm. "Tôi không thể chịu nổi nếu thấy màu đỏ trong cột lời hay lỗ của mình," Streisand rùng mình nói trong cuộc phỏng vấn với Fortune. 'Tôi

thuộc cung Kim Ngưu, tức là con bò tót, nên tôi phản ứng với màu đỏ. Nếu tôi thấy màu đỏ, tôi bán các cổ phiếu của mình ngay."[54] Bằng cách liên tục đổ dữ liệu về chứng khoán vào các quán ăn và hiệu làm đầu, nhà bếp và quán cà phê, taxi và bến đỗ xe tải, các trang web tài chính và kênh truyền hình tài chính đã biến thị trường chứng khoán thành một cuộc chơi điện tử toàn quốc không ngừng. Công chúng cảm thấy hiểu biết về thị trường hơn bao giờ hết. Tiếc rằng, trong khi người ta đang ngập ngụa với dữ liệu, thì lại không tìm thấy kiến thức ờ đâu cả. Chứng khoán bị tách hoàn toàn khỏi công ty đã phát hành ra chúng - chúng chỉ còn là vật trừu tượng, chỉ là những chấm sáng di chuyển trên màn hình TV hoặc máy tính. Nếu chấm sáng đi lên, thì chẳng còn điều gì khác đáng bận tâm nữa.

Ngày 20/12/1999, công ty Juno Online Services mở ra một kế hoạch kinh doanh tiên phong: mất càng nhiều tiền càng tốt, một cách cố tình. Juno tuyên bố rằng nó sẽ đưa ra các dịch vụ bán lẻ hoàn toàn miễn phí - không mất tiền e-mail, không mất tiền truy cập Internet - và nó sẽ bỏ ra hàng triệu đô la tiền quảng cáo trong năm tiếp theo. Với tuyên bố mang tính tự sát công ty đó, chứng khoán của Juno đã vọt từ 16,375 đô la lên 66,75 đồ la chỉ trong có hai ngày[55].

Tại sao phải mất thì giờ tìm hiểu xem một doanh nghiệp có lãi hay không, hay một công ty sản xuất ra sản phẩm hoặc dịch vụ gì, ai là người quản lý của nó, hay thậm chí tên công ty là gì? Tất cả những gì mà bạn cần biết về chứng khoán chỉ là cái mã ký hiệu dễ nhớ trên băng thông tin điện tử của chúng: CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN[56]. Như thế bạn có thể mua chúng còn nhanh hơn nữa, không phải tốn thêm hai giây lằng nhằng để tìm chúng trên mạng.

Vào cuối năm 1998, chứng khoán của một công ty sửa chữa xây dựng nhỏ xíu, rất ít khi được giao dịch là Temco Services, đã tăng giá trị lên gần gấp ba lần chỉ trong vòng một vài phút với khối lượng mua bán cao kỷ lục. Tại sao? Dưới dạng kỳ quái của bệnh khó đọc trong tài chính, hàng nghìn người đã mua Temco sau khi nhầm ký hiệu thông tin điện tử của nó là TMCO với ký hiệu của Ticketmaster Online (TMCS), một công ty Internet được ưa chuộng có cổ phiếu bắt đâu được kinh doanh công khai lần đầu tiên vào đúng ngày hôm đó[57].

Oscar Wilde đã từng đùa rằng một kẻ vô sỉ thì "biết giá của mọi thứ và chẳng biết giá trị của cái gì". Với định nghĩa đó thì thị trường chứng khoán luôn vô sỉ, nhưng tới cuối những năm 1990, nó hẳn còn làm cho chính Oscar cũng bị sốc. Một ý kiến chưa chín chắn duy nhất về giá của nó có thể làm tăng gấp đôi chứng khoán của một công ty, thậm chí ngay cả khi giá trị của nó hoàn toàn không được kiểm tra. Vào cuối năm 1998, Henry Blodget, một nhà phân tích ở CIBC Oppenheimer, đã cảnh báo rằng "với tất cả những chứng khoán Internet, việc định giá rõ ràng là một nghệ thuật chứ không phải khoa học". Rồi sau đó, bằng cách chỉ nêu ra khả năng phát triển tương lai, ông đã nâng "mức giá mục tiêu" của mình trên Amazon.com từ 150 đô la lên 400 đô la chỉ trong một cú bổ nhào. Amazon.com vọt lên 19% ngày hôm đó và - mặc cho lời phản đối của Blodget rằng mức giá có lời của ông là dự báo cho một năm - đã vượt qua 400 đô la chỉ trong ba tuần. Một năm sau đó, nhà phân tích Walter Piecyk của

PaineWebber đã dự đoán rằng chứng khoán của Qualcomm sẽ đạt 1.000 đô la một cổ phần trong 12 tháng sau đó. Chứng khoán đó đã tăng 1.842% năm đó, lại vọt thêm 31% vào hôm đó, đạt 659 đô la một cổ phần[58].

Từ CÔNG THỨC ĐẾN THẢM HỌA Nhưng kinh doanh như bị ma đuổi không phải là cách đầu cơ duy nhất. Trong suốt cả thập kỷ trước, hết công thức đầu cơ này đến công thức khác được đưa ra, được phổ biến rồi bị vứt đi. Tất cả các công thức đó đèu có chung một vài tính chất - Thật là nhanh! Thật là dễ! Chẳng mất gì cả! - và tất cả đều vi phạm ít nhất một trong những điểm phân biệt giữa đầu tư và đầu cơ của Graham. Dưới đây là một số công thức thời thượng tiêu biểu đã thất bại:

Tiền trên lịch. "Hiệu ứng tháng Giêng" - tức là các chứng khoán nhỏ có xu hướng tạo ra lợi nhuận lớn do lên giá vào đầu năm - được quảng bá rộng rãi trong các bài báo học thuật và các cuốn sách được ưa chuộng xuất bản vào những năm 1980. Các nghiên cứu này cho thấy nếu bạn chồng một loạt chứng khoán nhỏ vào nửa cuối tháng 12 và giữ chúng đến tháng 1, bạn sẽ vượt thị trường từ 5 đến 10 điểm phần trăm. Điêu này khiến nhiều chuyên gia kinh ngạc. Rốt cuộc nếu nó dễ như vậy thì chắc chắn mọi người sẽ nghe nói đến nó, nhiều người sẽ làm theo, và cơ hội sẽ tan biến mất.

Điêu gì đã gây ra cú hích vào tháng Giêng? Đầu tiên, nhiều nhà đầu tư bán những chứng khoán tệ nhất của mình vào cuối năm để khóa các khoản lỗ có thể giảm trừ thuế của họ. Thứ hai, các nhà quản lý tiền chuyên nghiệp trở nên thận trọng hơn khi năm sắp kết thúc, mong muốn giữ gìn thành tích tốt (hoặc giảm thiểu thành tích kém cỏi). Điều này khiến họ không muốn mua (hay kể cả giữ) một chứng khoán đang giảm. Và nếu một chứng khoán có kết quả thực hiện kém mà còn nhỏ và ít được biết đến, các nhà quản lý tiền tệ càng không muốn cho nó vào danh sách cổ phần cuối năm của mình. Tất cả những yếu tố này biến các chứng khoán nhỏ thành món hời tạm thời sau khi những mua bán vì mục đích thuế chấm dứt vào tháng Giêng, các chứng khoán này thường bật trở lại và tạo ra lời lãi kha khá một cách nhanh chóng do lên giá.

Hiệu ứng tháng Giêng hiện chưa tan biến, nhưng nó đã yếu đi nhiều. Theo giáo sư môn tài chính William Schwert của Đại học Rochester, nếu bạn mua các chứng khoán nhỏ và bán chúng vào đầu tháng 1, bạn sẽ vượt thị trường 8,5% điểm từ năm 1962 đến năm 1979, 4,4 điểm từ năm 1980 đến năm 1989, và 5,8 điểm từ năm 1990 đến năm 2001 [59].

Với ngày càng nhiều người biết đến hiệu ứng tháng Giêng, nhiều nhà kinh doanh đã mua chứng khoán vào tháng 12, khiến chúng không còn là món bở nữa, và do đó giảm mức sinh lợi của chúng. Hơn nữa, hiệu ứng tháng Giêng là lớn nhất đối với các chứng khoán nhỏ - nhưng theo Plexus Group, một công ty hàng đầu về chi phí môi giới, tổng số tiền mua và bán những chứng khoán bé xíu như vậy có thể ăn tới 8% đầu tư của bạn[60]. Đáng buồn thay, đến lúc bạn trả xong cho nhà môi giới của bạn, tất cả lợi nhuận do lên giá từ hiệu ứng tháng Giêng của bạn sẽ tiêu biến.

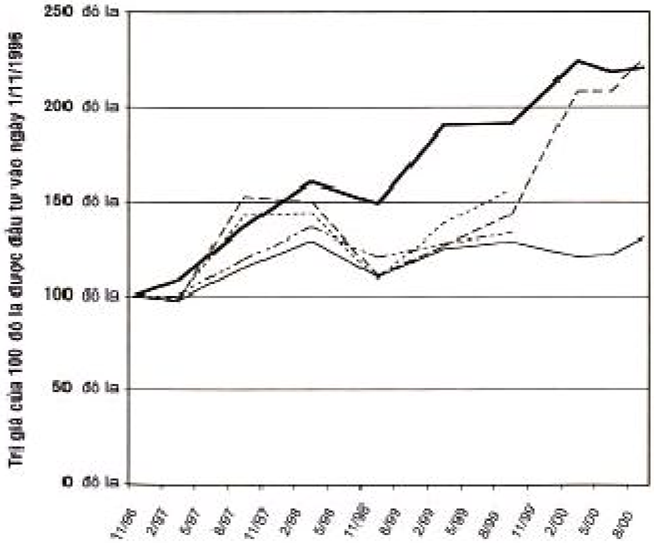
Chì làm "những gì có tác dụng". Năm 1996, một nhà quản lý tiền tệ ít được biết đến tên là James O'Shaughnessy đã xuất bản một cuốn sách nhan đề Cái gì có tác dụng trên Phố Ute//(What Works on Wall Street). Trong đó; ông nói rằng "các nhà đầu tư có thể làm tốt hơn thị trường rất nhiều". 0'Shaughnessy có một tuyên bố gây sốc: Từ năm 1954 đến 1994, bạn có thể biến 10.000 đô la thành 8.074.504 đô la; vượt hơn thị trường gấp 10 lần - với mức sinh lợi trung bình hằng năm chót vót ở mức 18,2%. Bằng cách nào?

Bằng cách mua một rổ 50 chứng khoán có mức sinh lợi của một năm cao nhất, có năm năm liên tục lợi tức tăng, và có giá cổ phiếu thấp hơn 1,5 lần doanh thu công ty của chúng[61]. Cứ như thể ông ta là Edison của Phố Wall, O'Shaughnessy đã lấy bằng sáng chế Mỹ số 5.978.778 cho các "chiến thuật tự động hoá" của mình và mở một công ty gồm bốn quỹ tương hỗ dựa vào các phát hiện của mình. Tới cuối năm 1999, các quỹ này đã hút hơn 175 triệu đô la từ cồng chúng - và, trong bức thư hằng năm gửi tới những người nắm giữ cổ phần của mình, O'Shaughnessy nói rất trang trọng: "Như mọi khi, tôi hy vọng là cùng nhau, chúng ta có thể đạt được các mục đích dài hạn của mình bằng cách đi đúng hướng và giữ các chiến lược đầu tư đã được thời gian kiểm chứng."

Nhưng "những gì có tác dụng trên Phố Wall" không còn tác dụng nữa sau khi 0'Shaughnessy đã công bố rộng rãi nó. Như trên hình 1-2, hai quỹ của ông "thối" đến mức chúng phải đóng của vào đầu năm 2000, và thị trường chứng khoán nói chung (theo như chỉ số s & p 500 thống kê) đã vùi dập tất cả các quỹ 0'Shaughnessy liên tục trong gần bốn năm.

Tháng 6 năm 2000, 0'Shaughnessy tiến gần hơn tới các "mục tiêu dài hạn" của mình bằng cách chuyển các quỹ sang cho nhà quản lý mới, để cho khách hàng của ông tự lo thân mình với "những chiến lược đầu tư đã được thời gian kiểm chứng"[62]. Những người nắm giữ cổ phần của O'Shaughnessy có thể đã bớt bực hơn nếu ông ta đặt tên thích hợp hơn cho cuốn sách, chẳng hạn như Những thứ đã từng có tác dụng trên Phố Wall... cho tới khi tôi viết cuốn sách này.

HÌNH 1-2



Những thứ đã từng có tác dụng trên Phố Wall Làm theo "Bốn Kẻ Ngốc". Vào giữa những năm 1990, trang web Motley Fool (và một số cuốn sách) đã tuyên truyền một kỹ thuật gọi là "Bốn Kẻ Ngốc" ("Foolish Four"). Theo Motley Fool, bạn có thể "đập tan những con số trung bình thị trường 25 năm về trước" và có thể "đè bẹp các quỹ tương hỗ của bạn" mà "chỉ cần 15 phút mỗi năm" để lên kế hoạch cho những đầu tư của mình. Tất cả những gì bạn cần làm là:

1. Chọn năm cổ phiếu trong chỉ số Trung bình công nghiệp Dow Jones có giá thấp nhất và lai cổ tức cao nhất.

2. Loại ra cổ phiếu có giá thấp nhất.

3. Đặt 40% tiền của bạn vào cổ phiếu có giá thấp thứ hai.

4. Đặt 20% vào ba cổ phiếu còn lại.

5. Một năm sau, sắp xếp danh sách Dow tương tự như trên và đặt lại danh mục đầu tư từ bước 1 đến bước 4.

6. Lặp lại cho đến khi nào giàu.

Motley tuyên bố là trong một khoảng thời gian 25 năm, kỹ thuật này có thể vượt thị trường với một con số ấn tượng là 10,1 điểm phần trăm mỗi năm. Trong hai thập kỷ tiếp theo, như họ gợi ý, 20.000 đô la đầu tư vào Bốn Kẻ Ngốc sẽ nở thành 1.791.000 đô la. (Và, họ tuyên bố rằng bạn có thể còn làm tốt hơn bằng cách chọn năm cổ phiếu Dow có tỷ lệ cao nhất của lãi cổ tức chia cho căn bậc hai của giá cổ phiếu, bỏ cái nào có tỷ lệ cao nhất, và mua bốn cái tiếp theo).

Hãy xem liệu "chiến lược" này có thỏa mãn được các định nghĩa của Graham về đầu tư không:

Kiểu "phân tích kỹ lưỡng" nào có thể biện minh cho việc loại bỏ cổ phiếu duy nhất với giá và cổ tức hấp dẫn nhất, song giữ lại bốn cổ phiếu kém hơn về các phẩm chất đáng ao ước đó?

Làm sao có thể xem việc đặt 40% tiền của bạn vào một cổ phiếu là "rủi ro tối thiểu"?

Và làm sao mà một danh mục đầu tư với chỉ bốn cổ phiếu có thể đủ đa dạng để đảm bảo sự "an toàn vốn"?

Bốn Kẻ Ngốc, tóm lại, là một trong những công thức chọn chứng khoán ngu xuẩn nhất từng được sáng chế ra. Những Kẻ Ngốc đã mắc phải sai lầm giống 0'Shaughnessy: Nếu bạn nhìn đủ lâu vào một lượng dữ liệu lớn, bạn sẽ thấy có một số lượng khổng lồ các quy luật xuất hiện - kể cả nếu chỉ là tình cờ. Chỉ nhờ vận may thôi, các công ty có mức sinh lợi chứng khoán cao hơn trung bình sẽ có rất nhiều điểm chung. Nhưng trừ trường hợp các yếu tố này khiến cho các chứng khoán biểu hiện tốt hơn trên thị trường, chúng không thể dùng để dự đoán mức sinh lợi tương lai.

Không có yếu tố nào mà Motley Fool đã "phát hiện" một cách rầm rĩ này - loại bỏ chứng khoán có điểm cao nhất, nhân đôi cái có điểm cao thứ hai, chia lãi cổ tức cho căn bậc hai của giá chứng khoán - có thể gây ra hoặc giải thích kết quả thực hiện tương lai của một chứng khoán. Tạp chí Tiên (Money) đã phát hiện ra rằng một danh mục đầu tư làm từ những chứng khoán mà tên không chứa các chữ cái lặp lại cũng có thể có kết quả tốt gần bằng Bốn Kẻ Ngốc, do cùng một lý do: chỉ có vận may[63]. Như Graham không ngừng nhắc nhở chúng ta, chứng khoán thể hiện kết quả tốt hoặc kém trong tương lai là vì các doanh nghiệp ở phía sau chứng khoán đó có kết quả thực hiện tốt hoặc xấu - không hơn, không kém.

Rồi thay vì đập tan thị trường, Bốn Kẻ Ngốc đã đập tan hàng ngàn người, những người đã bị lừa đề tin rằng đó là một cách đầu tư. Chỉ trong năm 2000 thôi, bốn cổ phiếu Ngốc - Caterpillar, Eastman Kodak, SBC và General Motors - mất 14% trong khi Dow chỉ giảm 4,7%.

Như những ví dụ này cho thấy, chỉ có một thứ không bao giờ phải chịu tác động của thị trường đi xuống ở Phố Wall: những ý tưởng ngờ nghệch. Mỗi một cái trong những cái gọi là cách tiếp cận thị trường này đã trở thành nạn nhân của Định luật Graham. Tất cả các công thức máy móc để đạt được khả năng sinh lợi chứng khoán tốt hơn là "một kiểu quy trình tự hủy hoại - giống như quy luật mức sinh lợi giảm dần". Có hai lý do mà mức sinh lợi biến mất dăn. Nếu công thức chỉ dựa vào các thống kê hú họa may mắn (như Bốn Kẻ Ngốc), chỉ căn thời gian trôi qua cũng sẽ vạch trần rằng ngay từ đầu nó đã chẳng có chút hợp lý nào. Mặt khác, nẽu công thức đó thật sự đã có tác dụng trong quá khứ (như hiệu ứng tháng Giêng), thì bằng cách công bố nó, các chuyên gia thị trường luôn luôn làm xói mòn -và thường là loại bồ luôn - khả năng tác dụng của nó trong tương lai.

Tất cả những điều này củng cố thêm cảnh báo của Graham rằng bạn phải coi sựđău cơ giống như những người đánh bạc kỳ cựu chuẩn bị chuyến đi của mình tới sòng bạc:

Bạn không bao giờ được đánh lừa bân thân rằng bạn đang đău tư trong khi bạn đang đău cơ.

Đâu cơ trở nên cực kỳ nguy hiểm một khi bạn bắt đău coi nó là nghiêm túc.

Bạn phải đặt giới hạn nghiêm ngặt về lượng tiền bạn sẵn sàng đặt cược.

Giống như những người đánh bạc sáng suốt đem chẳng hạn 100 đô la vào sòng bạc và để chỗ tiền còn lại khóa trong két tại phòng khách sạn, nhà đầu tư sẽ dành một phần nhỏ xíu trong tổng danh mục đầu tư của mình để làm tài khoản "tiền điên". Đối với hầu hết mọi người chúng ta, 10% tổng tài sản của mình là lượng tối đa có thể chấp nhận được để đặt vào đầu cơ. Không bao giờ được đề lẫn số tiền trong tài khoản đầu cơ của bạn với những gì có trong các tài khoản đầu tư của bạn; không bao giờôể những suy nghĩ đầu cơ của bạn rớt vào các hoạt động đầu tư;[Ễ] và không bao giờ6ặt hơn 10% tài sản của mình vào tài khoản tiền điên, cho dù có điều gì xảy ra đi nữa.

Dù tốt hay xấu thì bản năng mạo hiểm là một phần của bản chất con người - nên cũng là vô ích khi nhiều người cố kìm nén nó. Nhưng bạn phải kìm giữ và hạn chế nó. Đó là một cách tốt nhất để bạn chắc chắn rằng mình sẽ không bao giờ đánh lừa bản thân và lẫn lộn giữa đầu cơ và đau tư.

CHƯƠNG 2 Nhà đầu tư và lạm phát Lạm phát và cuộc chiến chống lại nó đã hiện diện rất nhiều trong suy nghĩ của công chúng những năm gần đây. Sự giảm sức mua của đồng đô la trong quá khứ, và nhất là nỗi lo sợ (hoặc hy vọng, đối với những nhà đầu cơ) rằng sẽ còn có sự sụt giảm lớn hơn trong tương lai, đã ảnh hưởng mạnh tới những suy nghĩ trên Phố Wall. Rõ ràng là những người có thu nhập đô la cố định sẽ phải chịu thiệt hại nếu giá sinh hoạt tăng lên, điều này cũng đúng đối với một khoản vốn đô la cố định. Những người nắm giữ cổ phiếu, mặt khác, có cơ hội là việc giảm sức mua của đồng đô la được bù lại bằng sự tăng cổ tức và giá cổ phiếu của họ.

Trên cơ sở của những thực tế không thể chối cãi này, nhiều chuyên gia tài chính đã kết luận rằng (1) trái phiếu là một dạng đầu tư không được ưa thích, và (2) do đó, cổ phiếu thường về bản chất đã là những khoản đầu tư đáng sở hữu hơn trái phiếu. Chúng tôi đã từng được nghe rằng các cơ sở từ thiện được khuyên giữ danh mục đầu tư gồm 100% cổ phiếu và không phần trăm nào trái phiếu[64]. Đây quả là sự đảo ngược so với ngày trước, khi mà sự đầu tư ủy thác bị luật giới hạn trong phạm vi các trái phiếu cấp cao (và một số cổ phiếu ưu đãi chọn lọc).

Những bạn đọc của chúng tôi hẳn là đủ thông minh để nhận ra rằng kể cả những cổ phiếu chất lượng cao cũng không thể là món hàng tốt hơn trái phiếu trong mọi điều kiện - tức là, bất kể thị trường cổ phiếu cao thế nào và lãi cổ tức hiện hành thấp thế nào so với lãi suất của trái phiếu. Một tuyên bố như thế này cũng kỳ quặc như tuyên bố ngược lại vậy - một thứ được nghe nói đến quá nhiều trong những năm trước - rằng bất kỳ trái phiếu nào cũng an toàn hơn bất kỳ một cổ phiếu nào. Trong chương này, chúng tôi sẽ thử áp dụng nhiều cách đo yếu tố lạm phát, để đi đến một số kết luận rằng nhà đầu tư có thể bị ảnh hưởng một cách sáng suốt tới mức nào bởi những kỳ vọng về sự tăng mức giá tương lai.

Trong vấn đè này, cũng như nhiều vấn đề tài chính khác, chúng tôi phải lấy kinh nghiệm quá khứ làm căn cứ cho các quan điểm về phương pháp tương lai của mình. Lạm phát có phải điều gì mới mẻ đối với đất nước này không, ít nhất là ở mức độ nghiêm trọng của nó từ năm 1965? Nếu chúng ta đã từng thấy mức lạm phát tương tự (hoặc tệ hơn) trong cuộc đời, những bài học gì có thể rút ra từ đó để đương đầu với lạm phát của ngày nay? Hãy bắt đầu với bảng 2-1, một bảng súc tích ghi lại lịch sử chứa nhiều thông tin về những thay đổi trong mức giá nói chung và những thay đổi đi kèm trong lợi tức và giá trị thị trường của các cổ phiếu thường. Các con số của chúng tôi bắt đầu từ năm 1915, như vậy là bao trùm 55 năm, với khoảng chia là năm năm. (Chúng tôi dùng năm 1946 thay vì 1945 để tránh năm cuối cùng của việc kiểm soát giá cả thời chiến.) Điêu đầu tiên chúng tôi nhận thấy là chúng ta đã bị lạm phát trong quá khứ rất nhiều. Lần lớn nhất là khoảng năm năm từ năm 1915 đến 1920, khi mà giá sinh hoạt gãn như tăng gấp đôi. Điều này được so với việc tăng 15% từ năm 1965 đến 1970. ở khoảng giữa, chúng ta có ba thời kỳ giá giảm và sáu thời kỳ giá tăng với các mức khác nhau, có lúc khá nhỏ. Như vậy, nhà đầu tư rõ ràng nên chấp nhận việc lạm phát sẽ còn tiếp tục hoặc lặp lại.

Chúng ta liệu có thể nói mức lạm phát sẽ là bao nhiêu? Không có câu trả lời rõ ràng nào được đưa ra từ bảng; mà nó thể hiện đủ kiểu dao động khác nhau. Tuy nhiên, có vẻ hợp lý nếu ta lấy gợi ý từ các số liệu khá nhất quán của 20 năm qua. Mức tăng trung bình hằng năm của giá tiêu dùng trong khoảng thời gian này là 2,5%,[ễ] cho giai đoạn 1965-1970 là 4,5%,[È] và cho riêng năm 1970 là 5,4%. Chính sách chính thức của chính phủ là mạnh mẽ chống lại lạm phát quy mô lớn, và có những lý do để tin rằng các chính sách Liên bang sẽ có hiệu quả hơn trong tương lai so với những năm gần đây[65]. Chúng tôi nghĩ là hợp lý nếu một nhà đầu tư thời điểm này có các suy nghĩ và quyết định của mình dựa trên một mức độ lạm phát tương lai có thể (còn xa mới là chắc chắn) là chẳng hạn, 3% một năm. (Điều này so với mức hằng năm khoảng 2,5% cho toàn bộ giai đoạn 1915-1970.)[66] Mức tăng như vậy dẫn tới điều gì? Nó sẽ ăn hết, do giá sinh hoạt cao hơn, một nửa thu nhập có thể đạt được hiện giờ đối với các trái phiếu tốt kỳ hạn trung bình miễn thuế (hoặc con số tương đương giả định sau khi nộp thuế của chúng tôi từ các trái phiếu công ty cấp cao). Đây là sự sụt giảm nghiêm trọng, nhưng nó không nên bị phóng đại. Nó không có nghĩa là giá trị thực hoặc sức mua của tài sản nhà đầu tư sẽ bị giảm sau các năm. Nếu anh ta tiêu một nửa thu nhập từ lai suất sau thuế của mình thì anh ta sẽ giữ nguyên được sức mua, kể cả với mức lạm phát 3% hằng năm.

Nhưng câu hỏi tiếp theo đương nhiên là "Nhà đầu tư có thể tương đối chắc chắn rằng mình sẽ làm tốt hơn bằng cách mua và giữ những thứ khác ngoài trái phiếu cấp cao, kể cả với mức sinh lợi chưa từng có của năm 1970-1971 không?" Một chương trình toàn cổ phiếu hẳn phù hợp hơn một chương trình với một phần cổ phiếu và một phần trái phiếu? Có phải là cổ phiếu thường không có lớp bảo vệ sẵn có chống lạm phát, và có phải qua nhiều năm chúng gần như không chắc chắn sẽ đem về mức sinh lợi lớn hơn là trái phiếu? Chẳng phải cổ phiếu tốt hơn nhiều cho các nhà đầu tư so với trái phiếu trong khoảng thời gian 55 năm của nghiên cứu của chúng tôi?

Câu trả lời cho những câu hỏi này có phần phức tạp. Các cổ phiếu thường đúng là đã có kết quả tốt hơn trái phiếu trong một thời gian dài trong quá khứ. Sự tăng của DJIA từ trung bình 77 vào năm 1915 lên trung bình 753 vào năm 1970 thể hiện mức tăng trung bình hằng năm khoảng 4%, ta có thể thêm vào đó 4% nữa từ mức sinh lợi cổ tức trung bình. (Những số liệu tương ứng cho chỉ số tổng hợp s & p cũng gần giống như vậy.) Tổng số 8% mỗi năm này đương nhiên là cao hơn mức sinh lợi được hưởng từ trái phiếu trong cùng thời kỳ 55 năm đó. Nhưng chúng không vượt qua được những gì hiện nay trái phiếu cấp cao có thể đem lại. Điều này theo logic lại đưa chúng ta tới câu hỏi tiếp theo: Có lý do thuyết phục nào để tin rằng các cổ phiếu thường sẽ có kết quả tốt hơn nhiều trong tương lai so với 55 năm trước?

Câu trả lời của chúng tôi đối với câu hỏi này thẳng thừng là không, cổ phiếu thường có thể có kết quả tốt hơn trong tương lai so với quá khứ, nhưng không thể chắc chắn rằng chúng sẽ như vậy. Chúng ta phải xét tới hai yếu tố thời gian khác nhau trong các kết quả đầu tư. Yếu tố đầu tiên bao gồm những gì có khả năng xảy ra trong tương lai xa - chẳng hạn như 25 năm tới. Yếu tố thứ hai áp dụng cho những gì có thể xảy ra đối với nhà đầu tư - cả về mặt tài chính lẫn tâm lý - trong các khoảng thời gian ngắn hoặc trung bình, chẳng hạn trong năm

năm hoặc ít hơn. Tâm trạng của anh ta, những mong muốn và lo sợ của anh, sự thỏa mãn hay bất mãn với những gì anh ta đã làm, trên hết là những quyết định làm gì tiếp theo của anh, đều được quyết định không phải từ cả cuộc đời đầu tư, mà là từ kinh nghiệm của anh ta từ năm này qua năm khác.

Về điểm này, chúng ta có thể nói dứt khoát. Không có mối liên hệ thời gian chặt chẽ nào giữa các điều kiện lạm phát (hoặc giảm phát) và chuyên biến của lợi tức và giá cả cổ phiếu thường. Một ví dụ rõ ràng là giai đoạn gãn đây, 1966-1970. Giá sinh hoạt tăng 22%, cao nhất trong những giai đoạn năm năm kể từ 1946- 1950. Nhưng cả lợi tức cổ phiếu và giá cổ phiếu nói chung đêu giảm kể từ năm 1965. Có sự đối lập tương tự về cả hai phía trong số liệu của các khoảng năm năm trước kia.

Lạm phát và lợi tức công ty Một cách tiếp cận khác cũng rất quan trọng đối với vấn đề này là nghiên cứu tỷ suất lợi tức trên vốn của các công ty Mỹ. Nó dao động, đương nhiên, cùng với mức hoạt động kinh tế chung, nhưng nó không thể hiện sự gia tăng cùng nhịp với giá bán buôn và giá sinh hoạt. Thật ra mức này đã giảm tương đối trong vòng hai mươi năm qua mặc cho sự lạm phát của thời kỳ này. (Sự sụt giảm này một phần do việc áp đặt các mức khấu hao thoải mái hơn. Xem bảng 2-2.) Các nghiên cứu mở rộng của chúng tôi đã đi đến kết luận rằng nhà đấu tư không thể mong đợi mức tỷ suất cao hơn nhiều mức tỷ suất 5 năm gần đây của nhóm DJIA, vào khoảng 10% trên tài sản ròng hữu hình (giá trị trên sổ sách) đằng sau cổ phiếu[67]. Vì giá trị thị trường của các cổ phiếu phát hành này cao hơn nhiều giá trị trên sổ sách của chúng - chẳng hạn, 900 thị trường tương ứng với 560 sổ sách vào giữa năm 1971 - lợi tức tính theo giá thị trường hiện tại tính ra chỉ khoảng 6,25%. (Mối quan hệ này thường được biểu hiện ngược lại, còn gọi là "gấp lợi tức từng này lần" - ví dụ, giá DJIA là 900 sẽ bằng 18 lần lợi tức thực của 12 tháng tính đến tháng 6 năm 1971.) Các số liệu của chúng tôi khớp với lời gợi ý ờ chương trước[68] rằng nhà đầu có thể nhận được mức sinh lợi cổ tức trung bình khoảng 3,5% theo giá trị thị trường của các chứng khoán của anh ta, cộng với mức tăng giá, chẳng hạn, 4% một năm từ các lợi nhuận tái đầu tư. (Lưu ý rằng mỗi đô la cộng vào trị giá sổ sách ở đây được coi là sẽ làm tăng giá thị trường khoảng 1,60 đô la).

Người đọc sẽ phản đối rằng cuối cùng thì các tính toán của chúng tôi không xét đến việc tăng lợi tức và giá trị cổ phiếu thường trong tương quan với mức lạm phát hàng năm, 3%, mà chúng tôi dự đoán. Giải thích của chúng tôi là không có dấu hiệu nào cho thấy mức lạm phát tương tự trong quá khứ có tác dụng trực tiếp tới các lợi tức mỗi cổ phiếu được báo cáo. Các số liệu cho thấy tất cả những sự gia tăng lớn trong lợi tức của đơn vị DJIA trong 20 năm qua là do sự gia tăng rất lớn với tỷ lệ tương ứng của vốn đầu tư lấy từ các lợi nhuận tái đấu tư. Nếu lạm phát tác động như là một yếu tố có lợi riêng biệt thì tác động của nó là tăng "giá trị" của vốn đã có từ trước; điều này sẽ khiến mức lợi tức tiền vốn cũ tăng lên và do đó tăng trên cả từ vốn cũ lẫn vốn mới. Nhưng không có chuyện như vậy xảy ra trong 20 năm qua, khi mà mức giá bán buôn tăng gần 40%. (Lợi tức kinh doanh phải bị ảnh hưởng bởi giá bán buôn hơn là "giá người tiêu dùng".) Cách duy nhất để lạm phát có thể thêm vào giá trị cổ phiếu

thường là bằng cách tăng mức lợi tức của đầu tư vốn. Trên cơ sở thống kê quá khứ thì chuyện không phải như thế.

Trong các chu kỳ kinh tế quá khứ, kinh doanh tốt đi kèm với mức giá lên và kinh doanh tồi đi kèm với giá xuống. Người ta thường cảm thấy "một chút lạm phát" sẽ tốt cho lợi nhuận kinh doanh. Quan điểm này không sai trong lịch sử của những năm 1950-1970, giai đoạn kết hợp cả sự phát đạt kéo dài lẫn giá cả tăng nói chung. Nhưng các con số cho thấy tác động của tất cả những điều này đối với sức kiếm lời (earning power) của vốn cổ phiếu thường ("vốn cổ đông") khá hạn chế; thật ra nó còn không giúp duy trì mức lợi tức trên vốn đấu tư. Rõ ràng là đã có những tác động bù trừ quan trọng ngăn cản sự tăng lợi nhuận thực sự của các công ty Mỹ nói chung. Có thể những yếu tố quan trọng nhất trong đó là (1) việc tăng lương vượt quá sự tăng năng suất, và (2) nhu cầu có luợng vốn mới khổng lồ, từ đó kìm hãm tỷ lệ doanh thu trên lượng vốn sử dụng.

Các số liệu của chúng tôi trong bảng 2-2 cho thấy lạm phát không những không có lợi gì cho các công ty và những người nắm cổ phiếu của nó, mà tác động của nó còn ngược lại. Những con số ấn tượng nhất trong bảng là những con số về mức tăng nợ công ty trong khoảng thời gian từ năm 1950, đến 1969. Sự quan tâm của các nhà kinh tế và Phố Wall đến diễn biến này ít đến kinh ngạc. Nợ của các công ty đã tăng gần gấp năm lần trong khi lợi nhuận trước thuế của họ chỉ tăng hơn hai lần một chút. Với mức tăng lai suất lớn trong thời kỳ này, rõ ràng là tổng số nợ công ty giờ đã là một yếu tố kinh tế có hại, một yếu tố tương đối lớn và là vấn đê thật sự đối với nhiều doanh nghiệp cá thể. (Lưu ý rằng vào năm 1950, mức doanh lợi ròng sau khi trả lãi vay nhưng trước khi tính thuế thu nhập bằng khoảng 30% nợ công ty, trong khi vào năm 1969 chúng chỉ bằng khoảng 13,2% nợ. Tỷ lệ của năm 1970 hẳn còn tệ hơn). Tổng cộng có vẻ như một phần lớn trong số 11% lợi tức thu được từ vốn cổ đông công ty nói chung là từ việc sử dụng một lượng lớn nợ mới có giá 4% hoặc thấp hơn sau khi tính tín dụng thuế. Nếu các công ty của chúng ta đã duy trì tỷ lệ nợ của năm 1950 thì mức lợi tức trên vốn cổ phiếu còn giảm thấp hơn nữa, bất chấp lạm phát.

BẢNG 2-2'. Nợ, lợi nhuận và lợi tức trên vốn của

Năm	Nợ ròng của công ty (tỷ đô la)	Lợi nhuận của công ty		Tỷ suất phần trăm lợi tức trên vốn	
		trước thuế thu nhập (triệu đô la)	sau thuế (triệu đô la)	Số liệu của S & P a	Số liệu khác b
1950	140,2	42,6	17,8	18,3%	15,0%
1955	212,1	48,6	27,0	18,3%	12,9%
1960	302,8	49,7	26,7	10,4%	9,1%
1965	453,3	77,8	46,5	10,8%	11,8%
1969	692,9	91,2	48,5	11,8%	11,3%

a Lợi tức của chỉ số công nghiệp Standard & Poor's chia cho giá trị sổ sách trung bình của năm đó.

b Số liệu của năm 1950 và 1955 lấy từ Cottle và Whitman; số liệu các năm 1960-1969 lấy từ tạp chí Fortune.

Thị trường chứng khoán vẫn xem các công ty tiện ích công cộng là nạn nhân chính của lạm phát, do bị kẹp giữa sựtăng rất lớn của chi phí tiền vay và khó khăn trong nâng mức giá thu do các quy định về điều tiết. Nhưng ta có thể nhận xét ở đây rằng chính thực tế là giá đơn vị của tiền điện, ga, và dịch vụ điện thoại đã tăng rất ít so với chỉ số giá nói chung khiến các công ty này có được vị trí chiến lược cho tương laỉ[69]. Theo luật, các công ty đó được phép tính các mức giá đủ để có mức sinh lợi thích đáng trên vốn đầu tư, và điều này chắc sẽ bảo vệ những cổ đông của họ trong tương lai như nó đã làm với các cuộc lạm phát trong quá khứ.

Tất cả những điều trên lại đưa chúng ta trở lại với kết luận rằng nhà đầu tư không có cơ sở vững chắc nào để mong đợi nhiều hơn mức sinh lợi tổng thể trung bình, chẳng hạn 8%, với một danh mục đầu tư gồm những cổ phiếu thường loại DJIA mua ở mức giá cuối năm 1971. Nhưng kể cả nếu những mong đợi này hóa ra là bị đánh giá thấp hơn hẳn thì không phải một chương trình đầu tư toàn cổ phiếu nào cũng vậy. Nếu có một điều có thể đảm bâo trong tương lai, thì đó là lợi tức và giá trị thị trường trung bình hằng năm của một danh mục đầu tư chứng khoán sẽ không tăng với mức đèu đèu 4%, hay với bất kỳ con số nào khác. Theo những lời đáng ghi nhớ của J. p. Morgan cha là"Chủng sẽ lên xuống".[70] Điêu này có nghĩa là trước tiên người mua cổ phiếu thường ở mức giá của hôm nay - hoặc của ngày mai - sẽ gặp phải mối rủi ro thực sự là nhận được các kết quả không thỏa đáng từ đó tới nhiều năm sau. Phải mất tới 25 năm đề General Electric (và chính DJIA) hồi phục lại nẽn tâng đã mất sau vụ đại khủng hoảng 1929-1932. Ngoài ra, nẽu nhà đầu tư tập trung danh mục đău tư của mình vào toàn cổ phiếu thuờng, anh sẽ dễ dàng bị lung lạc bời những lẳn tăng đầy phẩn khích hoặc những lần giâm khốn đốn. Điều này đặc biệt đúng nẽu suy nghĩ của anh ta hướng sát vào những mong đợi về mức lạm phát tương lai. Vi khi đó, nẽu xuất hiện thêm một thị trường giá lên, anh ta sẽ không coi sự tăng lớn là dấu hiệu nguy hiểm về sự sụt giảm không thể tránh được, không coi nó như một cơ hội để kiếm chác lợi nhuận hậu hĩnh của mình, mà anh ta sẽ coi nó là chứng minh cho giả thuyết lạm phát và là lý do để tiếp tục mua các cổ phiếu thường cho dù mức giá thị trường cao đến thế nào hay mức sinh lợi cổ tức thấp đến mức nào. Con đường ấy sẽ dẫn tới đau khổ.

Các lựa chọn khác thay cho cổ phiếu thường đế phòng vệ chõng lạm phát Phương châm chuẩn trên thế giới của những ai không tin tưởng vào đồng tiền của mình là mua và giữ vàng. Điêu này đã trở thành trái quy luật đối với các công dân Mỹ từ năm 1935 - thật may mắn cho họ. Trong 35 năm qua, giá vàng trên thị trường mở đã tăng từ 35 đô la một ounce (28,35 g) lên 48 đô la vào đầu năm 1972: nó chỉ tăng 35%. Nhưng trong cả thời gian này, người giữ vàng không nhận được lãi suất gì từ vốn của mình, và ngược lại còn tốn một chút chi phí

hằng năm cho việc gửi trữ. Rõ ràng, anh ta sẽ làm tốt hơn nhiều nếu gửi tiền lấy lai trong ngân hàng, mặc dù mức giá chung có tăng.

Sự thất bại gần như hoàn toàn của vàng để bảo vệ khỏi sự giảm sức mua của đồng đô la khiến nhà đầu tư bình thường hết sức nghi ngờ về khả năng bảo vệ mình khỏi lạm phát bằng cách chi tiền vào các "vật" [71]. Có khá nhiều loại đồ đã tăng giá trị thị trường ghê gớm trong những năm qua - chẳng hạn như kim cương, tranh của các họa sĩ bậc thầy, bản đầu tiên của một cuốn sách, các con tem và đồng xu hiếm, v.v... Nhưng nhiều trường hợp, có lẽ hầu hết các trường hợp, như có yếu tố giả tạo hoặc bấp bênh, thậm chí là không thực về các mức giá báo. Rất khó nghĩ rằng việc trả giá 67.500 đô la cho một đồng đô la bạc Mỹ ghi năm 1804 (mà còn không phải được đúc vào năm ấy) là một "hoạt động đầu tu". Chúng tôi tự nhận rằng lĩnh vực này nằm ngoài tầm của chúng tôỉ[72]. Rất ít người đọc của chúng tôi sẽ thấy việc bơi ở vùng ấy an toàn và dễ dàng.

Việc sờ hữu hoàn toàn bất động sản từ lâu đã được coi là sự đầu tư dài hạn vững chắc kèm theo sự bảo vệ khỏi lạm phát khá tốt. Tiếc thay, các giá trị bất động sản cũng có thể gặp phải dao động lớn; sai lầm nghiêm trọng có thê’ xảy ra về mặt vị trí, giá trả, v.v; có những cạm bẩy trong lời dụ dỗ của kẻ bán hàng. Cuối cùng, sự đa dạng là không thực tễ đối với nhà đầu tư với tiềm lực trung bình, trừ các loại có kết hợp với những người khác và với những rủi ro đi kèm với các hàng mới ra thị trường - không khác nhiều so với việc sờ hữu cổ phiếu thường. Đây cũng không phải là lĩnh vực của chúng tôi. Tất cã những gì chúng tôi có thể nói với nhà đầu tư là "Hãy chắc nó là của mình trước khi nhảy vào".

Kết luận Theo lẽ thường, chúng tôi quay lại với phương pháp đã đề ra trong chương trước. Chỉ vì những bất ổn của tương lai mà nhà đầu tư không thể đặt hết vốn vào một rổ - không thể là rổ trái phiếu, mặc cho các mức sinh lợi cao chưa từng có mà trái phiếu gần đây đem tới; cũng không phải rổ cổ phiếu, mặc cho khả năng lạm phát tiếp tục kéo dài.

Nhà đầu tư càng phụ thuộc vào danh mục đầu tư của mình và lợi nhuận từ nó, anh ta càng cần phải bảo vệ mình trước những điều không lường trước và những bất trắc trong phần đời này của mình. Hiền nhiên là nhà đầu tư thận trọng phải cố giảm thiểu rủi ro cho mình. Chúng tồi nghĩ rằng rủi ro trong việc mua, chẳng hạn, một trái phiếu công ty điện thoại với mức hoa lợi gãn 7,5% ít hơn nhiều so với rủi ro của việc mua cổ phiếu DJIA ở mức 900 (hay bất kỳ danh sách chứng khoán tương đương nào khác). Nhưng khả năng lạm phát quy mô lớn vẫn còn, và nhà đầu tư phải có một chút bảo hiểm đối với nó. Không thể chắc chắn rằng thành phần cổ phiếu sẽ bảo hiểm đầy đủ khỏi lạm phát, nhưng nó sẽ có khả năng bảo vệ tốt hơn thành phần trái phiếu.

Đây là những gì chúng tôi nói về vấn đề này trong phiên bân 1965 của cuốn sách (trang 97), và chúng tôi vẫn nói đúng như thể ngày nay:

Điều rõ ràng đối với người đọc là chúng tôi không nhiệt tình gi với cồ phiếu thường ở các mức này (892 của nhóm DJIA). Vi các /ý do đã được đưa ra, chúng tôi cảm thấy nhà đầu tư

phòng vệ không thề không có một phần đáng kề các cổ phiếu thường trong danh mục đầu tư của minh, ngay cả nếu như chúng tôi coi nó chỉ là cái đỡ tệ hại hơn trong hai cái tệ hại - cái tệ hơn là rủi ro trong một danh mục toàn trái phiếu.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 2 Người Mỹ đang trở nên khỏe hơn. Hai mươi năm trước, phải hai người mới bê hẽt chỗ hàng tạp phẩm trị giá mười đô la. Ngày nay, một đứa bé năm tuổi cũng có thê’ làm được điều đó.

- Henny Youngman Lạm phát? Ai quan tâm đến cái đó cơ chứ?

Dù sao thì mức tăng giá hàng hóa và dịch vụ hằng năm tính trung bình là thấp hơn 2,2% trong thời gian từ năm 1997 đẽn 2002 -và các nhà kinh tẽ học tin rằng ngay cả mức thấp đáy đó cũng là phóng đại[73]. (Bạn hãy nghĩ, chẳng hạn, về việc giá máy tính và đò điện gia dụng đã sụt giâm đến thế nào - và chất lượng của nhiều hàng hóa đã tăng đến thế nào, tức là người tiêu dùng đang nhận được chất lượng tốt hơn từ đồng tiền của mình bỏ ra.) Trong những năm gân đây, mức lạm phát thực tẽ ờ Mỹ có lẽ dao động quanh mức 1% mỗi năm - một mức tăng nhỏ đến nỗi nhiều chuyên gia phải nói rằng "lạm phát đã chết"[74].

Ảo GIÁC VẼ ĐÒNG TIỀN Còn một lý do nữa khiến các nhà đầu tư đã bỏ qua tãm quan trọng của lạm phát: đó là cái mà các nhà tâm lý gọi là "ảo giác về đồng tiền". Nếu bạn nhận được mức tăng 2% một năm trong khi lạm phát ở mức 4%, bạn hẳn sẽ cảm thấy tốt hơn so với việc bạn bị giảm lương 2% trong một năm với mức lạm phát là không. Nhưng cả hai sự thay đổi tiền lương này của bạn đèu khiến bạn ở trong hoàn cảnh giống nhau: kém đi 2% sau lạm phát. Miễn là sự thay đổi danh nghĩa (tức tuyệt đối) là dương, chúng ta sẽ coi nó là điều tốt - kể cả nếu kết quả thực (sau khi tính lạm phát) là âm. Và bất kỳ thay đổi nào trong thu nhập của bạn cũng thực và cụ thể hơn sự thay đổi giá chung chung của tổng thể nen kinh tế[75]. Tương tự, các nhà đầu tư rất phấn khởi khi kiếm được 11% với các chứng chỉ tiền gửi ngân hàng (CD) vào năm 1980 và thất vọng cay đắng khi chỉ kiếm được khoảng 2% vào năm 2003 - mặc dù hồi trước họ bị mất tiền sau lạm phát mà giờ lại theo kịp lạm phát. Mức danh nghĩa mà chúng ta kiếm được được ghi trên quảng cáo của ngân hàng, dán trên cửa của nó, nơi mà một con số to làm chúng ta thấy vui. Nhưng lạm phát đã bí mật ăn mất con số to lớn đó. Đó là lý do vì sao ta dễ dàng bỏ qua lạm phát đến thế - và vì sao bạn phải coi trọng việc đo lường thành công trong đầu tư của mình không chỉ bằng những gì bạn làm ra, mà còn bằng những gì bạn giữ được sau lạm phát.

Cơ bản hơn, nhà đầu tư thông minh phải luôn cảnh giác với những thứ không lường trước được và bị đánh giá thấp. Có ba lý do tốt để tin rằng lạm phát chưa chết:

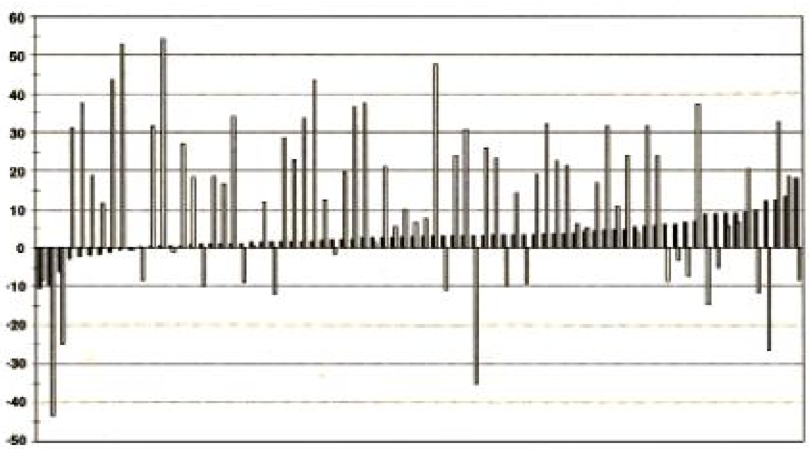
Ngay gãn đây, trong khoảng thời gian 1973-1982, nước Mỹ đã trải qua một trong những cuộc bùng nổ lạm phát đau đớn nhất trong lịch sử của nó. Như được đo bởi chỉ số giá tiêu dùng, giá cả tăng lên hơn hai lần trong thời gian đó, với mức tăng hàng năm gần 9%. Riêng năm 1979, lạm phát dữ dội ở mức 13,3% đã làm tê liệt cả nen kinh tế bằng cái được gọi là "lạm phát đình đốn" - khiến nhiều nhà bình luận phải hỏi rằng liệu nước Mỹ có còn vị thế cạnh tranh trên thị trường quốc tế nữa không[76]. Hàng hóa và dịch vụ trị giá 100 đô la vào đầu năm 1973 thì có giá 230 đô la vào cuối năm 1982, làm cho một đồng đô la teo lại chỉ còn dưới 45 xu. Không ai đã từng sống qua thời kỳ ấy sẽ coi thường sự phá hủy tiền bạc ấy, không ai khôn ngoan lại không tìm cách bảo vệ mình khỏi khả năng việc này sẽ lặp lại. Từ

năm 1960, 69% số quốc gia có nen kinh tế thị trường đã chịu ít nhất là một năm bị lạm phát ở mức hằng năm 25% hoặc cao hơn. Trung bình mỗi thời kỳ lạm phát đó phá hủy 53% sức mua của một nhà đầu tư[77]. Chúng tôi có điên mới không hy vọng nước Mỹ nằm ngoài tai họa này. Song nếu kết luận rằng nó không thể xảy ra ở đây thì còn điên hơn[78].

Giá tăng đã giúp Chú Sam trả được nợ bằng những đồng đô la đã mất giá vì lạm phát. Xóa bỏ hoàn toàn lạm phát là ngược lại sự tư lợi kinh tê của bất kỳ chính phủ nào thường xuyên phải đi vay tiền[79].

MỘT NỬA QUỸ PHÒNG VỆ Vậy thì nhà đâu tư có thể làm gì để bâo vệ mình khỏi lạm phát? Câu trả lời chuẩn là "mua cổ phiếu" - nhưng, giống như nhiều câu trả lời thông thường khác, nó không hoàn toàn chính xác.

Hình 2-1 cho thấy mối quan hệ giữa lạm phát và giá cổ phiếu trong mỗi năm từ 1926 đến 2002.



C Lam phát £ Mức sinh lợi cổ phiếu Biếu đô này cho thấy lạm phát và mức sinh lợi cổ phiếu trong mỗi một năm, từ 1926 đến 2002, được sắp xếp không theo thứ tự thời gian mà theo mức độ lạm phát năm từ mức thấp nhất đến mức cao nhất. Khi lạm phát ở mức âm lớn nhất (tận cùng bên trái) thi các cổ phiếu có diễn biến kết quả rất tôi tệ. Khi lạm phát ở mức trung binh, như đối với phần lớn các năm trong giai đoạn này, các cổ phiếu cho kết quả nhìn chung là khá tốt. Song khi lạm phát nóng lên đến mức rất cao (tận cùng bên phải); các cồ phiếu cho kết quả rất thất thường, thường là mất ít nhất 10%.

Nguồn: Ibbotson Associates Như bạn có thể thấy, vào những năm mà giá hàng hóa tiêu dùng và dịch vụ giâm xuống, như ở phía trái của biếu đồ, mức sinh lợi của cổ phiếu là tồi tệ - thị trường mất tới 43% giá trị[80]. Khi lạm phát vọt lên quá mức 6%, như trong những năm được ghi ở phía bên phải ở phần cuối biếu đồ, cổ phiếu cũng bị "thối". Thị trường chứng khoán mất tiền đối với 8 trong 14 năm mà mức lạm phát vượt quá 6%; mức sinh lợi trung bình trong 14 năm đó chỉ vẻn vẹn có 2,6%.

Mặc dù lạm phát nhẹ sẽ giúp các công ty chuyển sự tăng chi phí nguyên vật liệu của mình sang cho khách hàng, lạm phát cao sẽ gây ra tai họa - ép khách hàng phải cắt giảm mua bán và gây ra hoạt động đình trệ trong cả nền kinh tế.

Các chứng cớ lịch sử thật rõ ràng: Từ lúc xuất hiện dữ liệu thị trường chứng khoán chính xác vào năm 1926, có 64 giai đoạn 5 năm (tức 1926-1930, 1927-1931, 1928-1932, và v.v, cho đến 1998-2002). Với 50 trong 64 giai đoạn này (tức 78% quãng thời gian), cổ phiếu vượt qua lạm phát[81]. Điêu này là rất ấn tượng nhưng không hoàn hảo; nó có nghĩa là cổ phiếu không theo kịp lạm phát trong khoảng một phần năm quãng thời gian.

HAI CỤM Từ VIẾT TẮT CỦA "GIẢI CỨU”

May mắn thay, bạn có thể tăng cường các biện pháp phòng vệ của mình chống lại lạm phát bằng cách vươn ra ngoài cổ phiếu. Kể từ khi Graham đã viết lần cuối cùng, hai vũ khí chống lạm phát đã trở nên phổ biến rộng rãi đối với các nhà đầu tư:

REITs. Real Estate Investment Trusts, tức REITs (các doanh nghiệp ủy thác đầu tư bất động sản), là những công ty sở hữu và thu tiền thuê từ các bất động sản thương mại hoặc để ở[82]. Khi nhóm vào thành các quỹ đầu tư tương hỗ bất động sản, REITs chống lại lạm phát khá tốt. Lựa chọn tốt nhất là Vanguard REIT Index Fund (Quỹ Chỉ số REIT Vanguard); các lựa chọn tương đối rẻ khác bao gồm Cohen & Steers Realty Shares (Cổ phần bất động sản Cohen & Steers), Columbia Real Estate Equity Fund (Quỹ Vốn cổ phiếu bất động sản Columbia), và Fidelity Real Estate Investment Fund (Quỹ đầu tư bất động sản Trung thực)[83]. Mặc dù một quỹ REIT không hẳn là một vũ khí chống lạm phát hoàn hảo, về lâu dài nó sẽ tạo cho bạn một chút phòng vệ chống lại ăn mòn sức mua mà không làm giảm mức sinh lợi tổng thể của bạn.

TIPS. Treasury Inflation-Protected Securities, tức TIPS (Trái phiếu kho bạc được bảo vệ chống lạm phát), là các trái phiếu của chính phủ Mỹ, được phát hành lần đầu tiên vào năm 1997. Nó tự động lên giá khi lạm phát gia tăng. Do toàn bộ niềm tin và tín dụng của nước Mỹ đứng sau nó, tất cả các Trái phiếu kho bạc dài hạn (Treasury bond) đèu an toàn thoát khỏi mối rủi ro thanh toán (tức không được trả lãi). Song các TIPS còn đảm bảo rằng giá trị đầu tư của bạn sẽ không bị lạm phát ăn mòn. Với một gói đơn giản, bạn bảo hiểm cho mình khỏi sự thua lỗ tài chính và giảm sút sức mua[84].

Tuy nhiên, vẫn có một cái bẫy. Nếu giá trị trái phiếu TIPS của bạn tăng khi lạm phát tăng, Cục Thuế thu nhập nội địa (IRS) coi sự tăng giá trị đó là thu nhập chịu thuế - mặc dù nó hoàn toàn là lợi nhuận trên giấy (trừ phi bạn bán trái phiếu đó với giá mới cao hơn). Tại sao IRS lại coi điều này là hợp lý? Nhà đầu tư thông minh sẽ nhớ tới những lời thông thái của nhà phân tích tài chính Mark Schweber: "Một câu hỏi không bao giờ được hỏi một công chức là Tại sao?'“

Vì sự rắc rối về thuế phiền phức này, TIPS phù hợp nhất với những tài khoản nghỉ hưu được hoãn đóng thuế, chẳng hạn như IRA, Keogh, hoặc 401 (k)[85], là những nơi mà chúng sẽ không làm rối loạn lợi tức chịu thuế của bạn.

Bạn có thể mua TIPS trực tiếp từ chính phủ Mỹ tại www.treasurydirect.gov, hoặc qua một quỹ đầu tư tương hỗ chi phí thấp như Vanguard Inflation- Protected Securities (Chứng khoán được bảo vệ chống lạm phát Vanguard) hoặc Fidelity Inflation-Protected Bond Fund (Quỹ Trái phiếu được bảo vệ chống lạm phát Trung thực)[86]. Dù là mua trực tiếp hay thông qua quỹ, TIPS cũng là vật thay thế lý tưởng cho phần tiền trong quỹ lương hưu mà bạn đáng nhẽ sẽ giữ bằng tiền mặt. Đừng kinh doanh chúng: TIPS có thể dao động trong ngắn hạn, nhưng chúng đạt hiệu quả tốt nhất với tư cách là một khoản nắm giữ cố định, cho cả đời. Đối với hầu hết các nhà đầu tư, phân bổ ít nhất 10% lương hưu của mình vào TIPS là một cách thông minh để giữ một phần tiền của mình một cách tuyệt đối an toàn - và hoàn toàn ngoài tầm với của những móng vuốt dài và vô hình của lạm phát.

CHƯƠNG 3 Một thế kỷ trong lịch sử thị trường chứng khoán: các mức giá cổ phiếu vào đầu năm 1972 Danh mục đầu tư của nhà đầu tư với các cổ phiếu thường chỉ thể hiện một bộ phận của cái lĩnh vực to lớn và ghê gớm được gọi là thị trường chứng khoán ấy. Sự khôn ngoan mách bảo rằng anh ta có đủ kiến thức về lịch sử thị trường chứng khoán, đặc biệt là về các dao động lớn trong mức giá của nó và các mối quan hệ khác nhau giữa giá cổ phiếu nói chung cũng như lợi tức (earning) và cổ tức (dividend) của nó. Với nền tảng này, anh ta có được vị thế nhất định để hình thành một số nhận định có giá trị về sự hấp dẫn hoặc các mối nguy hiểm của mức thị trường được thể hiện tại các thời điểm khác nhau. Do sự trùng hợp ngẫu nhiên, các dữ liệu thống kê hữu ích về giá cả, lợi tức và cổ tức đã xuất hiện hơn 100 năm trước, ngay từ năm 1871. (Dữ liệu ở nửa đầu thời kỳ này không đầy đủ hoặc đáng tin cậy như dữ liệu ở nửa sau thời kỳ, nhưng vẫn có thể có ích.) Trong chương này chúng tôi sẽ đưa ra các số liệu dưới dạng rất cô đọng với hai mục đích. Mục đích đầu tiên là trình bày cách thức chung mà theo đó các cổ phiếu đã tăng giá qua các chu kỳ khác nhau của thế kỷ vừa qua. Mục đích thứ hai là nhìn toàn cảnh thông qua các con số trung bình của các giai đoạn 10 năm liên tiếp nhau, không chỉ của cổ phiếu mà còn của lợi tức và cổ tức, để thể hiện mối quan hệ luôn biến thiên giữa ba yếu tố quan trọng này. Với lượng tài liệu dồi dào này làm cơ sở, chúng tôi sẽ chuyển sang xem xét các mức giá cổ phiếu vào đầu năm 1972.

Lịch sử dài hạn của thị trường chứng khoán sẽ được tóm gọn trong hai bảng và một biểu đồ. Bảng 3-1 đưa ra các điểm thấp nhất và cao nhất của 19 chu kỳ thị trường giá lên và thị trường giá xuống trong 100 năm qua. Chúng tôi dùng hai chỉ số ở đây. Chỉ số đầu tiên đại diện cho một nghiên cứu lúc ban đầu của ủy ban Cowles từ năm 1870, sau đó đã được bổ sung và hiện nay được gọi là chỉ số tổng hợp 500 cổ phiếu Standard & Poor's nổi tiếng. Chỉ số thứ hai là chỉ số còn nổi tiếng hơn: đó là chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones (tức DJIA hoặc Dow) đã có từ năm 1897,[Ê] nó bao gồm 30 công ty, trong đó có American Telephone & Telegraph và 29 công ty còn lại là các tập đoàn công nghiệp lớn[87].

Biểu đồ I, được thể hiện nhờ sự giúp đỡ của Standard & Poor's, trình bày các dao động thị trường của 425 cổ phiếu công nghiệp của s & p từ năm 1900 đến năm 1970. (Một biểu đồ tương ứng của DJIA cũng gần giống như vậy.) Người đọc sẽ nhận thấy ba quy luật khá rõ ràng, mỗi quy luật bao trùm khoảng một phần ba của 70 năm. Quy luật đầu tiên chạy từ năm 1900 đến năm 1924, và phần lớn nó thể hiện một loạt các chu kỳ thị trường giống nhau dài khoảng 3 đến 5 năm. Mức tăng trung bình năm của thời kỳ này là khoảng 3%. Tiếp theo chúng ta chuyển sang thị trường giá lên của "Kỷ nguyên mới". Nó đạt đỉnh vào 1929, với hậu quả ghê gớm của nó sau khi sụp đổ, tiếp sau là các dao động bất thường cho tới năm 1949. So sánh mức trung bình của năm 1949 với năm1924, ta thấy rằng mức tăng hàng năm chỉ vỏn vẹn 1,5%,[ẽ] do đó vào lúc kết thúc thời kỳ thứ hai này, công chúng không có một chút nhiệt tình nào đối với cổ phiếu thường. Theo quy tắc của sự đối ngược, thời gian đã tới để bắt đầu mở ra thị trường giá lên lớn nhất trong lịch sử, được thể hiện trong phần cuối cùng của biểu đồ. Hiện tượng này có lẽ đã đạt đỉnh cao vào tháng 12 năm 1968, với chỉ số 425 công ty cồng nghiệp của Standard & Poor's ở mức 118 (và mức 108 với chỉ số tổng hợp 500

cổ phiếu của nó). Như bảng 3-1 cho thấy, có những sụt giảm đáng kể trong giai đoạn từ 1949 đến 1968 (đặc biệt là trong các giai đoạn 1956-1957 và 1961-1962), nhưng những hồi phục sau đó nhanh đến nỗi chúng được coi (theo nghĩa vốn vẫn được quen dùng lâu nay) là sự thoái trào của một thị trường giá lên duy nhất, chứ không phải các chu kỳ thị trường riêng biệt. Giữa mức thấp là 162 của "Dow" vào giữa năm 1949 và mức cao là 995 của đầu năm 1966, mức tăng là hơn sáu lần trong 17 năm - là mức tăng được xét ở tỷ lệ gộp trung bình hằng năm 11%, không tính cổ tức vào khoảng 3,5% một năm. (Mức tăng của chỉ số tổng hợp Standard & Poor's có phần cao hơn của DJIA - từ 14 lên 96).

Mức sinh lợi 14% đó và cao hơn thế được ghi nhận trong năm 1963, cũng như sau này, trong một nghiên cứu được cồng bố rộng rãi[88],[89]. Nó tạo ra sự thỏa mãn tự nhiên trên Phố Wall với những thành tích tốt như vậy, và một kết luận khá vô lý và nguy hiểm rằng cũng có thể kỳ vọng các kết quả tuyệt vời như vậy đối với các cổ phiếu thường trong tương lai. Dường như có rất ít người cảm thấy lo lắng rằng mức độ tăng như vậy thể hiện rằng nó đã đi quá xa. Mức giảm sau đó từ điểm cao nhất của năm 1968 xuống điểm thấp nhất của năm 1970 là 36% đối với chỉ số tổng hợp Standard & Poor's (và 37% đối với DJIA), mức giảm lớn nhất từ lần giảm 44% của những năm 1939-1942, khi ấy phản ánh những hiểm họa và bất ổn sau vụ Trân Châu Cảng. Với kiểu cách đầy kịch tính đặc trưng của Phố Wall, sau mức thấp nhất vào tháng 5 năm 1970 lại có cuộc hồi phục lớn và nhanh chóng đối với cả hai chỉ số trung bình, và chỉ số các công ty công nghiệp của Standard & Poor's đạt mức cao kỷ lục vào đầu năm 1972. Mức tăng giá trung bình giữa năm 1949 và năm 1970 tính ra là khoảng 9% đối với chỉ số tổng hợp s & p (tức chỉ số công nghiệp) nếu sử dụng các con số trung bình cho cả hai năm. Mức tăng đó đương nhiên là lớn hơn so với bất cứ thời kỳ tương tự nào trước năm 1950. (Nhưng trong thập kỷ mới đây, mức tăng là thấp hơn nhiều - 5,25% đối với chỉ số tổng hợp s & p và chỉ có 3% đã từng quen thuộc đối với DJIA).

Ghi chép về các chuyển động giá cả cần được đi kèm theo các chỉ số tương ứng về lợi tức và cổ tức, để có thể cung cấp một cái nhìn bao quát về những gì đã xảy ra trong nen kinh tế cổ phần của chúng ta trong vòng mười thập kỷ qua. Chúng tôi trình bày một đại cương như vậy trong bâng 3-2. Có lẽ là đòi hỏi hơi nhiều nễu mong đợi người đọc nghiên cứu kỹ càng tất cả các con số này nhưng với một số người, chúng tôi hy vọng chúng sẽ thú vị và có ích.

BẢNG 3-2: Bức tranh về diễn biến kết quả của thị trường chứng khoán, 1871-1970

Giai đoạn	Giá trung bình	Lợi tức trung bình	Chỉ số P/E trung bình	Cổ tức trung bình	Lợi tức trung bình năm	Mức chi trả trung bình(%)	Tốc độ tăng trưởng năm	
							Lợi tức(%)	Cổ tức(%)
1871–1880	3,58	0,32	11,3	0,21	6,0	67	—	—
1881–1890	5,00	0,32	15,6	0,24	4,7	75	–0,64	–0,66
1891–1900	4,65	0,30	15,5	0,19	4,0	64	–1,04	–2,23
1901–1910	8,32	0,63	13,1	0,35	4,2	58	+6,91	+5,33
1911–1920	8,62	0,86	10,0	0,50	5,8	58	+3,85	+3,94
1921–1930	13,89	1,05	13,3	0,71	5,1	68	+2,84	+2,29
1931–1940	11,55	0,68	17,0	0,78	5,1	85	–2,15	–0,23
1941–1950	13,90	1,46	9,5	0,87	6,3	60	+10,60	+3,25
1951–1960	39,20	3,00	13,1	1,63	4,2	54	+6,74	+5,90
1961–1970	82,50	4,83	17,1	2,68	3,2	55	+5,80c	+5,40c
1954–1956	38,19	2,56	15,1	1,64	4,3	65	+2,40d	+7,80d
1961–1963	66,10	3,66	18,1	2,14	3,2	58	+5,15d	+4,42d
1968–1970	93,25	5,60	16,7	3,13	3,3	56	+6,30d	+5,60d

a Số liệu sau đây chủ yếu dựa trên số liệu trong bài báo của N. Molodovsky "Giá trị cổ phiếu và giá cổ phiếu", Financial Analysts Journal, tháng 5/1960. Các số liệu đó, đến lượt mình, được lấy từ cuốn sách của ủy ban Cowles Chỉ số cổ phiếu thường cho các năm trước 1926 và từ chỉ số tổng hợp 500 chứng khoán của Standard & Poor's tại các điêm nối từ năm 1926 đến nay.

b Các con số về tốc độ tăng trưởng năm là bộ số liệu sưu tập của Molodovsky cho các giai đoạn 21 năm liên tiếp kết thúc vào 1890, 1900, v.v.

c Tốc độ tăng trưởng của giai đoạn 1968-1970 so với giai đoạn 1958-1960 d Các con số về tốc độ tăng trưởng là của 1954-1956 so với 1947-1949, 1961-1963 so với 1954-1956, và 1968-1970 so với 1958-1960.

Hãy cho phép chúng tôi nhận xét về chúng như sau: Các con số cho cả thập kỷ đã làm phẳng các dao động hàng năm và thể hiện bức tranh toàn cảnh là phát triển liên tục. Chỉ có hai trong chín thập kỷ sau thập kỷ đầu cho thấy sự giảm sút lợi tức và giá trung bình (vào các năm 1891-1900 và 1931-1940), và không có thập kỷ nào sau năm 1900 cho thấy sự giảm sút trong mức cổ tức trung bình. Nhưng mức tăng trưởng ở cả ba mục tương đối khác nhau. Nói chung, kết quả thực hiện từ sau Thế chiến II là tốt hơn so với các thập kỷ trước đó, nhưng mức tăng của những năm 1960 không bằng của những năm 1950. Nhà đầu tư ngày nay không thể biết được là từ dữ liệu này anh ta có thể kỳ vọng sẽ kiếm được mức tăng bao nhiêu phần trăm đối với cổ tức, lợi tức và giá cả trong mười năm tới, song nó có thể mang đến tất cả những sự khuyến khích anh ta cần để áp dụng một phương châm đầu tư cổ phiếu thường nhất quán.

Tuy nhiên, có một điểm chưa được thể hiện trong bảng song cần được nói tới ở đây. Năm 1970 được đánh dấu bởi sự suy giảm rõ ràng về tình hình lợi tức tổng thể của các công ty của chúng ta. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư đã giảm xuống mức phần trăm thấp nhất kể từ những năm Thế chiến. Điều cũng ấn tượng không kém là thực tế có tương đối nhiều công ty đã báo cáo thua lỗ ròng trong năm đó; nhiều công ty đã trở nên "bất ổn tài chính", và lần đầu tiên trong ba thập kỷ có một số vụ phá sản quan trọng. Những thực tế này cũng như những điều khác đã dẫn đến tuyên bố trên[90]f rằng kỷ nguyên bùng nổ vĩ đại đã đến hồi kết vào những năm 1969-1970.

Một đặc điểm ấn tượng trong Bảng 3-2 là sự thay đổi tỷ lệ giá/lợi tức (chỉ số P/E - price/earnings) kể từ Thế chiến II[91]. Vào tháng 6 năm 1949, chỉ số tổng hợp s & p chỉ được bán ở mức gấp 6,3 lần lợi tức của 12 tháng trước đó; vào tháng 3 năm 1961, tỷ lệ này là 22,9 lần. Tương tự như vậy, tỷ suất cổ tức (dividend yield) của chỉ số s & p đã giảm từ hơn 7% vào năm 1949 xuống còn 3,0% vào năm 1961, một sự tương phản được nhấn mạnh nhờ thực tế là tỉ lệ lãi suất của các trái phiếu cấp cao khi đó đã tăng từ 2,60% lên 4,50%. Đây chắc chắn là cuộc xoay chuyển thái độ công chúng nổi bật nhất trong toàn bộ lịch sử thị trường chứng khoán.

Đối với những người có kinh nghiệm lâu năm và thận trọng bẩm sinh, sự thay đổi từ thái cực này sang thái cực khác đã đem tới một cảnh báo rõ ràng về những rắc rối sắp đến. Họ không thể không lo nghĩ về thị trường giá lên giai đoạn 1926-1929 và hậu quả bi thảm của nó. Nhưng những nỗi lo sợ này không được sự kiện xác minh. Đúng là giá đóng cửa của nhóm DJIAvao năm 1970 vẫn bằng giá của 6,5 năm trước đó, và "những năm 60 bay cao vút" đã từng được nhắc rầm rĩ cũng chỉ cho thấy đó là cuộc hành quân lên một loạt đồi cao để rồi lại đi xuống. Nhưng không một điều gì từng xảy ra với kinh doanh hay giá cổ phiếu lại có thể so sánh với thị trường giá xuống và cuộc khủng hoảng của các năm 1929-1932.

Mức thị trường chứng khoán vào đầu năm 1972 Với bản tổng quan về một thế kỷ của chứng khoán, giá cả, lợi tức và cổ tức đang nằm trước mắt mình, hãy cho phép chúng tôi thử rút ra một số kết luận về mức 900 của DJIA và 100 của chỉ số tổng hợp s & p vào tháng 1 năm 1972.

Trong mỗi lần xuất bản trước của mình, chúng tôi đều đã thảo luận về các mức của thị trường chứng khoán tại thời điểm đang viết sách, và hy vọng trả lời được câu hỏi rằng mức ấy có quá cao đối với việc mua vào một cách thận trọng. Người đọc có thể thấy bổ ích khi xem lại những kết luận chúng tôi đã đưa ra vào những dịp trước đây. Đây không hoàn toàn là một bài tập về sự tự phạt. Nó sẽ cung cấp một kiểu "mô" nối giữa các giai đoạn khác nhau của thị trường chứng khoán trong hai mươi năm qua, và đó cũng là một bức tranh lấy từ cuộc sống thực về những khó khăn mà những ai muốn có được những nhận định có nhiều thông tin và tính đánh giá về mức hiện tại của thị trường đều sẽ phải đối mặt. Trước hết, hãy cho phép chúng tôi nêu lại bản tóm tắt về các phân tích của những năm 1948, 1953 và 1959 mà chúng tôi đã đưa ra trong lần xuất bản năm 1965:

Vào năm 1948, chúng tôi đã áp dụng các tiêu chuẩn thận trọng đối với mức 180 của Dow Jones, và đã không gặp khó khăn gì trong việc rút ra kết luận rằng "nó không quá cao so với các giá trị cơ sở". Khi chúng tôi lại tiếp cận vấn đè này vào năm 1953, mức thị trường trung bình năm đó đã đạt 275, một mức tăng hơn 50% trong năm năm. Chúng tôi tự hỏi bản thân mình cũng câu hỏi đó - tức là, "theo ý kiến của chúng tôi mức 275 của chỉ số công nghiệp Dow Jones có quá cao để đầu tư một cách sáng suốt hay không". Dưới ánh sáng của sự tăng giá ngoạn mục sau đó, nghe có vẻ lạ khi nói rằng chúng tôi đã không dễ dàng rút ra kết luận rõ ràng về sự hấp dẫn của mức giá năm 1953. Chúng tôi có nói một cách tích cực rằng "xét từ quan điểm về các chỉ số giá trị - là chỉ dẫn đầu tư chính của chúng tôi - kết luận về mức giá chứng khoán năm 1953 chắc chắn sẽ phải là hứa hẹn". Nhưng chúng tôi lại quan ngại về thực tế là vào năm 1953, mức trung bình đã tăng trong một thời gian dài, dài hơn hầu hết các thị trường giá lên trong quá khứ, và mức tuyệt đối của nó cao kỷ lục. Đặt những yếu tố này đối lập với đánh giá giá trị thuận lợi của chúng tôi, chúng tôi đã khuyến nghị một phương châm thận trọng hoặc dung hòa. Hóa ra, đây không hẳn là lời khuyên tuyệt vời. Một người dự đoán giỏi sẽ thấy trước rằng mức thị trường sẽ còn tăng thêm 100% trong năm năm tới. Có lẽ chúng tôi cần phải nói thêm để tự biện hộ cho mình rằng có rất ít người mà nghề của họ là dự báo thị trường chứng khoán - đó cũng không phải nghề của chúng tôi - biết được khá hơn so với chúng tôi về những gì còn đang ở phía trước.

Vào đâu năm 1959, chúng ta đã thấy DJIA đạt mức cao kỷ lục của mọi thời là 584. Bài phân tích dài của chúng tôi được xét từ mọi quan điểm có thể được tóm tắt như sau (từ trang 59 của lần xuất bản sách năm 1959): 'Tóm lại, chúng tôi muốn đưa ra kết luận rằng mức giá cổ phiếu hiện tại đã quá cao. Nhưng kể cả nếu không phải vậy, động lượng của thị trường chắc chắn sẽ đưa nó tới các độ cao không thể lý giải được. Thật sự, chúng tôi không thể tưởng tượng ra một thị trường tương lai mà trong đó không bao giờ có thua lỗ nghiêm trọng nào, và

trong đó, lính mới nào cũng đảm bảo có được lợi nhuận lớn với các giao dịch mua chứng khoán của mình."

Lời cảnh báo chúng tôi đưa ra vào năm 1959 sau đó được chứng thực có phần tốt hơn so với quan điểm tương ứng của chúng tôi vào năm 1954. Thế nhưng nó cũng không phải là hoàn toàn chuẩn. DJIA tăng tới 685 vào năm 1961, rồi giảm xuống dưới mức 584 của chúng tôi một chút (xuống 566) vào gần cuối năm,[ả] tăng tiếp lên 735 vào cuối năm 1961 ,[ễ] rồi giảm trong một cơn gần như hoảng loạn xuống còn 536 vào tháng 5 năm 1962, mất tới 27% chỉ trong sáu tháng. Cùng lúc đó có sự sụt giảm nghiêm trọng hơn với hầu hết các "cổ phiếu tăng trưởng"[92] - thể hiện qua sự sụt giảm ghê gớm của chứng khoán đứng đâu là Internal Business Machines từ mức cao nhất 607 vào tháng 12 năm 1961 xuống mức thấp nhất là 300 vào tháng 6 năm 1962.

Thời kỳ này đã chứng kiến sự tan rã hoàn toàn của một loạt các cổ phiếu thường vừa được đưa ra của các công ty nhỏ - được gọi là những cổ phiếu phát hành nóng - khi đó đã được đem bán cho cồng chúng với những mức giá cao đến lố bịch, sau đó còn bị đẩy lên cao tới mức gần như điên khùng bởi sự đầu cơ. Rất nhiều chứng khoán trong số các này mất tới 90% và nhiều hơn nữa thị giá chỉ trong một vài tháng.

Vụ sụp đổ trong nửa đầu năm 1962 là rất đáng lo ngại, nếu không muốn nói là một tai họa, đối với nhiều người tự nhận mình là nhà đầu cơ và có lẽ là cả với nhiều người khinh suất khác tự gọi mình là "nhà đầu tu". Nhưng một sự xoay chuyển xảy ra vào cuối năm cũng bất ngờ như vậy đối với cộng đồng tài chính. Các mức trung bình của thị trường chứng khoán đã quay trở lại hướng đi lên của chúng và tạo ra dãy kết quả sau

	Chỉ số DJIA	Chỉ số tổng hợp 500 chứng khoán của Standard & Poor's
Tháng 12/1961	735	72,64
Tháng 6/ 1962	536	52,32
Tháng 11/1964	892	86,28

Cuộc hồi phục và sự đi lên của giá cổ phiếu thường thật sự ấn tượng và đã dẫn đến sự thay đổi tâm lý tương ứng tại Phố Wall. Với mức thấp vào tháng 6 năm 1962, các dự đoán chủ yếu là đi xuống, và sau sự hồi phục một phần vào cuối năm, những dự đoán là có cả hai hướng lên xuống, song nghiêng về phía ngờ vực. Nhưng vào đầu năm 1964, sự lạc quan tự

nhiên của các công ty môi giới lại lan ra,ễ hầu hết các dự báo nghiêng về phía đi lên, và tiếp tục như vậy trong cuộc tăng tiến của năm 1964.

Sau đấy chúng tôi đã thực hiện việc đánh giá mức thị trường chứng khoán vào tháng 11 năm 1964 (892 đối với DJIA). Sau khi thảo luận một cách khoa học từ nhiều góc độ khác nhau, chúng tôi đi đến ba kết luận chính. Kết luận đầu tiên là Êácác tiêu chuẩn cũ (để đánh giá) có vẻ không còn áp dụng được nữa; các tiêu chuẩn mới thì chưa được thời gian kiểm chứng". Kết luận thứ hai là nhà đầu tư "phải xác định phương châm của mình căn cứ vào sự tồn tại của những bất định lớn. Các khả năng này bao gồm cả hai thái cực, một mặt là sự gia tăng kéo dài hơn nữa của các mức thị trường - tăng 50% chẳng hạn, tức là lên tới 1350 đối với DJIA,Ề hoặc mặt khác là sự sụp đổ lớn không được báo trước, với cùng mức độ, kéo mức trung bình xuống quanh con số 450" (trang 63) chẳng hạn. Kết luận thứ ba được đưa ra với các khái niệm rõ ràng hơn. Chúng tôi nói rằng: "Nói thẳng ra, nếu mức giá năm 1964 không phải là quá cao thì liệu chúng tôi còn có thể nói bất kỳ mức giá nào khác là quá cao nữa?" Và chương đó đã được kết thúc như sau:

NÊN THEO HƯỚNG NÀO Các nhà đầu tư không nên kết luận rằng mức thị trường năm 1964 là nguy hiểm chỉ vì cuốn sách này nói vậy. Họ phải so sánh những lý lẽ của chúng tôi với các lý lẽ ngược lại mà họ sẽ nghe được từ những người giỏi và có kinh nghiệm nhất Phố Wall. Cuối cùng, mỗi người phải tự đưa ra quyết định của mình và chịu trách nhiệm về nó. Tuy nhiên, chúng tôi có lời khuyên là nếu nhà đầu tư vẫn còn đang phân vân về việc anh ta nên thực hiện theo hướng nào, anh ta nên chọn con đường thận trọng. Các nguyên tắc đầu tư như được nêu tại đây, sẽ đòi hỏi phương châm sau trong hoàn cảnh của năm 1964, theo thứ tự cấp thiết như sau:

1. Không vay tiền để mua hoặc giữ chứng khoán.

2. Không tăng phần tiền dùng để nắm giữ cổ phiếu thường.

3. Giảm các cổ phiếu thường đang nắm giữ khi cần để nó chỉ chiếm nhiều nhất là 50% trong toàn danh mục đầu tư. Thuế lãi vốn phải được trả một cách vui vẻ nhất có thể, và tiền thu được cần được đầu tư vào các trái phiếu cấp cao hoặc được giữ như một tài khoản tiết kiệm.

Những nhà đầu tư nào từng có dạo tuân theo một kế hoạch ngang bằng sổ thẳng tên là bình quân chi phí đô la có thể về mặt logic vẫn tiếp tục các giao dịch định kỳ của mình như vậy, hoặc ngưng chúng lại cho đến khi họ cảm thấy mức thị trường không còn nguy hiểm nữa. Chúng tôi xin đưa lời khuyên khá mạnh mẽ để phản đối việc mở ra một kế hoạch bình quân chi phí đô la mới với các mức ở cuối năm 1964, vì nhiều nhà đầu tư sẽ không có đủ sức để làm theo một kế hoạch như vậy nếu các kết quả sau khi bắt đầu không được như ý.

Lần này, chúng tôi có thể nói rằng lời cảnh báo của chúng tôi đã được chứng thực. Chỉ số DJIA tăng thêm khoảng 11% nữa, lên mức 995, nhưng sau đó lại giảm một cách bất thường

xuống mức thấp nhất 632 vào năm 1970, và kết thúc năm đó tại mức 839. Sự sụp đổ tương tự cũng xảy ra với giá của các "cổ phiếu phát hành nóng" - tức là, với mức giảm lên tới 90% - giống như những gì đã xảy ra trong vụ suy giảm các năm 1961-62. Và, như đã nói trong phần mởđầu, toàn bộ bức tranh tài chính dường như đã chuyển sang hướng là nhiệt huyết giảm xuống và nghi ngại tăng lên. Một thực tế có thể tóm tắt cả câu chuyện: DJIA đóng cửa năm 1970 tại mức thấp hơn sáu năm trước - lần đầu tiên một việc như vậy đã xảy ra kể từ năm 1944.

Những nỗ lực của chúng tôi trong việc đánh giá các mức thị trường chứng khoán trước đây là như vậy. Liệu chúng tôi và bạn đọc có thể rút ra được điều gì từ đây? Chúng tôi coi mức thị trường là thuận lợi cho đầu tư vào năm 1948 và năm 1953 (tuy hơi quá thận trọng đối với năm 1953), "nguy hiểm" vào năm 1959 (với DJIA ở mức 584) và "quá cao" (ở mức 892) vào năm 1964. Tất cả những suy xét này thậm chí ngày nay cũng có thể được biện minh bằng những lý lẽ khéo léo. Nhưng nó không hẳn có lợi trong việc dùng làm lời khuyên tẻ nhạt của chúng tôi - một mặt nó ủng hộ việc sử dụng một phương châm đầu tư cổ phiếu thường phù hợp và có kiểm soát, mặt khác nó làm nản lòng các nỗ lực nhằm "thắng thị trường" hoặc "chọn được kẻ thắng".

Mặc dù vậy chúng tôi vẫn nghĩ bạn đọc có thể thu được một chút ích lợi từ việc xem xét lại mức thị trường chứng khoán - lần này là vào cuối năm 1971 - kể cả nếu những gì chúng tôi nói hóa ra sẽ thú vị hơn là có ứng dụng thực tế, hoặc có tính chỉ dẫn hơn là quyết định. Có một đoạn văn rất hay ở đầu cuốn Đạo đức của Aristotle nói rằng: "Biểu hiện của một trí óc hiểu biết là biết nhận thức được sự chuẩn xác vốn có của một đối tượng nhất định. Chấp nhận những kết luận không chắc chắn từ một nhà toán học và đòi hỏi bài thuyết trình quá chặt chẽ từ nhà hùng biện đều vô lý như nhau." Công việc của nhà phân tích tài chính nằm ở đâu đó giữa nhà toán học và nhà hùng biện.

Tại nhiều thời điểm trong năm 1971, chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones đứng ở mức 892 của tháng 11 năm 1964 mà chúng tôi đã xét trong phiên bản trước của mình. Nhưng trong nghiên cứu thống kê hiện tại chúng tôi đã quyết định dùng mức giá và dữ liệu liên quan của chỉ số tổng hợp Standard & Poor's (tức s & p 500) vì nó tổng quát và có tính đại diện cho thị trường chung hơn là chỉ số DJIA của 30 cổ phiếu. Chúng tôi sẽ tập trung vào việc so sánh dữ liệu này với bốn thời điểm gần với lúc xuất bản các phiên bản sách trước của chúng tôi - tức cuối các năm 1948, 1953, 1958 và 1963 - thêm cả năm 1968; mức giá hiện tại chúng tôi sẽ lấy con số tiện dụng là 100 đã được ghi nhận nhiều lần trong năm 1971 và đầu năm 1972. Các số liệu quan trọng được nêu trong bảng 3- 3. Với các số liệu về lợi tức thì chúng tôi dùng cả số liệu của năm trước và trung bình của ba năm lịch; với cổ tức năm 1971, chúng tôi dùng số liệu của 12 tháng vừa qua; và với lãi suất trái phiếu và giá bán buôn, chúng tôi dùng số liệu của tháng 8 năm 1971.

BẢNG 3-3: Các số liệu liên quan đến chì số tổng hợp Standard & Poor's trong các năm khác nhau

Năm	1948	1953	1958	1963	1968	1971
Giá đóng cửa	15,20	24,81	55,21	75,02	103,9	100d
Lợi tức trong năm hiện tại	2,24	2,51	2,89	4,02	5,76	5,23
Lợi tức trung bình của 3 năm gần nhất	1,65	2,44	2,22	3,63	5,37	5,53
Cổ tức trong năm hiện tại	0,93	1,48	1,75	2,28	2,99	3,10
Lãi suất trái phiếu cấp caoa	2,77%	3,08%	4,12%	4,36%	6,51%	7,57%
Chỉ số giá bán buôn	87,9	92,7	100,4	105,0	108,7	114,3
Các tỷ số:						
Giá/lợi tức năm gần nhất	6,3 X	9,9 X	18,4 X	18,6 X	18,0 X	19,2 X
Giá/lợi tức của ba năm	9,2 X	10,2 X	17,6 X	20,7 X	19,5 X	18,1 X
"Tỷ suất lợi tức" của ba nămc	10,9%	9,8%	5,8%	4,8%	5,15%	5,53%
Tỷ suất cổ tức	5,6%	5,5%	3,3%	3,04%	2,87%	3,11%
Tỷ suất lợi tức cổ phiếu /tỷ suất lợi tức trái phiếu	3,96 X	3,20 X	1,41 X	1,10 X	0,80 X	0,72 X
Tỷ suất cổ tức/tỷ suất lợi tức trái phiếu	2,1 X	1,8 X	0,80 X	0,70 X	0,44 X	0,41 X
Lợi tức/giá trị sổ sáche	11,2%	11,8%	12,8%	10,5%	11,5%	11,5 %

a Lãi suất các trái phiếu loại AAA của s & />.

b Các năm niên lịch 1948-1968, cộng với năm kết thúc vào tháng 6/1971.

c 'Tỷ suất lợi tức" có nghĩa là lợi tức chia cho giá, tính bằng %.

d Giá tháng 10/1971, tương đương với 900 của DJIA. e Các con số trung bình trong 3 năm.

1. Hãy xem Jason Zweig, "Lý do để thận trọng đối với chứng khoán", Tạp chí Time, ngày 6/5/2002, trang 7*1 . Như Graham ám chỉ tại trang 81, thậm chí các chỉ số chứng khoán trong khoảng thời gian từ năm 1871 đến những năm 1920 cũng bị thiệt hại do sự thiên vị kẻ sống sót, do hàng trăm hãng xe hơi, hàng không và đài phát thanh đã sụp đổ không còn vết tích gì. Các mức sinh lợi này cũng có lẽ đã được thổi phồng thêm 1 đến 2 điểm phần trăm.

Tỷ lệ giá/lợi tức 3 năm của thị trường vào tháng 10 năm 1971 thấp hơn vào cuối năm 1963 và năm 1968. Nó gãn bằng tỷ lệ của năm 1958, nhưng còn cao hơn nhiều so với những năm đầu của thị trường giá lên kéo dài. Chỉ số quan trọng này, khi xét một mình, không thể được hiểu rằng thị trường năm đó cao đặc biệt vào tháng 1 năm 1972. Nhưng khi xét cùng mức lãi của trái phiếu cấp cao, hệ quả trở nên ít thuận lợi hơn nhiều. Bạn đọc sẽ thấy từ bảng là tỷ số giữa mức sinh lợi của cổ phiếu (lợi tức/giá) và mức sinh lợi của trái phiếu đã trở nên tệ hơn trong suốt thời gian đó, khiến số liệu của tháng 1 năm 1972 kém thuận lợi hơn đối với cổ phiếu theo tiêu chuẩn này so với bất kỳ năm nào được nghiên cứu trước đấy. Khi so sánh tỷ suất cổ tức với tỷ suất lợi tức của trái phiếu, chúng tôi thấy rằng mối quan hệ là đảo ngược

hoàn toàn của năm 1948 và năm 1972. Trong năm 1948, cổ phiếu thu lời gấp đôi trái phiếu; trong năm 1972 trái phiếu lại thu lời gấp đôi và còn hơn thế nữa so với cổ phiếu.

Suy xét cuối cùng của chúng tôi là, sự thay đổi bất lợi trong tỷ lệ tỷ suất lợi tức trái phiếu/tỷ suất lợi tức cổ phiếu đã triệt tiêu hoàn toàn chỉ số giá/lợi tức cao hơn vào cuối năm 1971, theo như số liệu của lợi tức 3 năm. Do đó quan điểm của chúng tôi về mức thị trường đầu năm 1972 cũng gần giống như của 7 năm trước - tức là, nó là mức không hấp dẫn theo quan điểm đầu tư thận trọng. (Điều này cũng áp dụng cho hầu hết mức dao động giá năm 1971 của DJIA, chẳng hạn là giữa 800 và 950).

Xét theo các biến động lịch sử của thị trường, bức tranh của năm 1971 dường như vẫn là sự hồi phục bất thường từ cuộc suy thoái những năm 1969-1970. Trong quá khứ, những cuộc hồi phục như vậy đã mở ra một giai đoạn mới của thị trường giá lên liên tục bắt đầu từ năm 1949. (Đây là mong đợi của Phố Wall nói chung trong năm 1971 .) Sau trải nghiệm tồi tệ mà công chúng mua các cổ phiếu thường cấp thấp phải chịu trong chu kỳ 1968-1970, còn quá sớm (vào năm 1971) để quay thêm một vòng trên chiếc đu quay của những cổ phiếu phát hành mới. Do đó, dấu hiệu đáng tin cậy về sự nguy hiểm sắp đến, như đã từng xuất hiện lúc DJIA ở mức 892 vào tháng 11 năm 1964 và được chúng tôi xem xét trong lần xuất bản trước, giờ đây không còn nữa. Đúng ra, khi ấy, triển vọng phải thuận lợi cho mức tăng mạnh, vượt mức 900 của DJIA trước khi cuộc suy thoái hoặc sụp đổ nghiêm trọng tiếp theo xảy đến. Nhưng chúng tôi không thể bỏ lại vấn đè ở đó, như lẽ ra chúng tồi nên làm. Đối với chúng tôi, việc thị trường đầu năm 1971 không đếm xỉa đến những trải nghiệm đau đớn mới diễn ra chưa đãy một năm trước là một dấu hiệu đáng lo ngại. Sự thờ ơ như vậy liệu có không bị trừng phạt không? Chúng tôi nghĩ nhà đầu tư cần phải chuẩn bị cho các khó khăn sắp tới - có thể dưới dạng lặp lại nhanh của suy thoái giai đoạn 1969-1970, hoặc dưới dạng một sự vọt lên của một thị trường giá lên nữa, để sau đó là sự sụp đổ thảm khốc[93].

Nên theo hướng nào Hãy trở lại những gì chúng tôi đã nói trong lần xuất bản gần đây nhất, được nêu lại tại trang 92. Đó là quan điểm của chúng tôi tại cùng mức giá - chẳng hạn là 900 - của DJIA vào đầu năm 1972, giống như vào cuối năm 1964.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 3 Bạn phải cần thận nếu bạn không biết mình đang đi đâu, vì có thể bạn sẽ không tới nơi được.

-Yogi Berra sự NHẢM NHÍ CỦA THỊ TRƯỜNG GIÁ LÊN Trong chương này, Graham cho thấy ông có khả năng tiên đoán như thế nào. ồng nhìn trước hai năm, thấy trước thị trường giá xuống "thảm khốc" vào năm 1973-1974, trong đó các chứng khoán Mỹ mất 36% giá trị[94]. Ông cũng nhìn trước hai thập kỷ trong tương lai, phá tan logic của các chuyên gia thị trường và các cuốn sách bán chạy nhất, mà vào thời của ông còn chưa xuất hiện.

Trọng tâm lý lẽ của Graham là nhà đầu tư thông minh không bao giờ được dự đoán tương lai chỉ bằng cách suy diễn từ quá khứ. Tiếc thay, đó chính là sai lầm mà hết chuyên gia này đến chuyên gia khác gặp phải trong những năm 1990. Một loạt các cuốn sách về thị trường giá lên đã xuất hiện sau cuốn Stocks for the Long Run (Cổ phiếu cho dài hạn) (1994) của giáo sư tài chính Đại học Wharton là Jeremy Siegel - tới cực điểm sau khi gia tăng dữ dội, với cuốn Dow 36.000 của James Glassman và Kevin Hassett, Dow 40.000 của David Elias và Dow 100.000 của Chari es Kadlec (tất cả đêu xuất bản năm 1999). Các nhà dự báo cho rằng cổ phiếu đã có mức tỷ suất lợi nhuận trung bình hằng năm 7% sau lạm phát kể từ năm 1802. Do đó, họ kết luận, đây là những gì nhà đầu tư nên trông đợi trong tương lai.

Một số thị trường giá lên còn tiến xa hơn. Vì cổ phiếu đã "luôn luôn" thắng trái phiếu tại mọi thời điểm trong ít nhất 30 năm, cổ phiếu hẳn là ít rủi ro hơn trái phiếu hay thậm chí tiền trong ngân hàng. Và nếu bạn có thể loại hết các rủi ro trong việc sở hữu cổ phiếu chỉ bằng việc giữ chúng đủ lâu thì tại sao phải quan tâm đến việc nhỏ nhặt là trả giá bao nhiêu cho chúng vào lúc đâu? (Để biết tại sao, hãy xem phần đóng khung ở trang 99).

Vào cuối năm 1999 và đầu năm 2000, tin vịt trên thị trường giá lên xuất hiện khắp nơi:

Ngày 7/12/1999, Kevin Landis, nhà quản lý danh mục đầu tư của quỹ tương hỗ Firsthand, xuất hiện trên chương trình Moneyline của CNN. Khi được hỏi rằng các cổ phiếu truyền thông không dây có bị đánh giá quá cao không - khi nhiều người giao dịch với mức cao gấp vô số lần lợi tức của họ - Landis có câu trả lời sẵn sàng. "Đó không phải là sự điên cuồng đâu," ông đáp. "Hãy nhìn vào sự gia tăng rõ ràng, giá trị tuyệt đối của sự gia tăng. Nó rất lớn."

Ngày 18/1/2000, Robert Froelich, nhà chiến lược đầu tư chủ chốt của Kemper Funds, đã tuyên bố trên tờ Wall Street Journal: "Đây là trật tự thế giới mới. Chúng ta thấy mọi người đã vứt bỏ tất cả những công ty phù hợp với những con người phù hợp và tầm nhìn phù hợp chỉ vì giá chứng khoán của chúng quá cao - đó là sai lầm lớn nhất mà một nhà đầu tư có thể mắc phải."

Trong số ra ngày 10/4/2000 của tờ BusinessWeek (Tuần kinh doanh), Jeffrey M. Applegate, khi đó là nhà chiến lược đầu tư chủ chốt của Lehman Brothers, đã hỏi một câu hỏi hùng hồn:

'Thị trường ngày nay có nhiều rủi ro hơn năm trước chỉ vì giá của nó cao hơn không? Câu trả lời là không.”

Nhưng câu trả lời phải là có. Nó đã luôn luôn như vậy. Nó sẽ mãi mãi như vậy.

Và khi Graham hỏi: "Sự thờ ơ như vậy liệu có được bỏ qua?" ông biết rằng câu trả lời mãi mãi là không. Giống như một vị thần Hy Lạp giận dữ; thị trường chứng khoán đè bẹp tất cả những ai chớm tin rằng các mức sinh lợi cao của nó cuối những năm 1990 là một kiểu lẽ phải thần thánh. Hãy xem các dự báo của Landis, Froelich và Applegate đã nêu:

Từ 2000 đến 2002, chứng khoán vững nhất trong những chứng khoán của mạng không dây được ưa thích của Landis là Nokia "chỉ" mất có 67% - trong khi cái tệ nhất, của Winstar Communications, mất 99,9% Các chứng khoán được ưa thích nhất của Froelich - Cisco Systems và Motorola - giảm tới hơn 70% vào cuối năm 2002. Các nhà đầu tư mất hơn 400 tỉ đô la chỉ riêng với Cisco - nhiều hơn cả sản lượng kinh tế hàng năm của Hồng Kông, Israel, Kuwait và Singapore cộng lại.

Vào tháng 4 năm 2000, khi Applegate hỏi câu hỏi hùng hồn của mình, chỉ số công nghiệp Dow Jones đứng ở mức 11.187,[Ề] chỉ số tổng hợp NASDAQ ở mức 4446. Tới cuối năm 2002, chỉ số Dow khập khiễng ở mức 8.300, trong khi NASDAQ đã teo lại còn khoảng 1.300 và xóa sạch tất cả lợi nhuận mà nó tích lũy được trong suốt 6 năm trước.

BÉO NHÃTTHÌ SÕNG CÓ một lỗ hổng chết người trong luận cứ cho rằng cổ phiếu đã "luôn luôn" thắng trái phiếu trong thời gian dài: Không tồn tại các số liệu đáng tin cậy trước năm 1871. Các chỉ số dùng để đại diện cho các mức sinh lợi sớm nhất của thị trường chứng khoán Mỹ có cái chỉ có bảy (vâng, chỉ có 7!) cổ phiếu[95]. Tuy nhiên, tới năm 1800, có khoảng 300 công ty ở Mỹ (nhiều công ty thời Jefferson tương đương với các công ty Internet ngày nay: các công ty về cổng thu phí bằng gỗ và kênh đào). Hầu hết bị phá sản, và nhà đầu tư mất hết tiền.

Nhưng các chỉ số chứng khoán bỏ qua tất cả những công ty phá sản vào những năm đầu ấy, một vấn đề được gọi tên kiểu chuyên môn là "thiên vị kẻ sống sót". Do đó, các chỉ số này đã phóng đại một cách ghê gớm các kết quả thu được bởi những nhà đầu tư ngoài đời - những người thiếu tầm nhìn 20/20 cần thiết để biết mua đúng 7 cổ phiếu nào. Một nhúm các công ty lẻ loi, bao gồm Ngân hàng New York và J.P. Morgan Chase, đã làm ăn phát đạt liên tục từ những năm 1790. Nhưng với mỗi người sống sót kỳ diệu đó; lại có hàng ngàn các thảm họa tài chính như Dismal Swamp Canal Co., Pennsylvania Cultivation of Vines Co., và Snicker's Gap Turnpike Co. - tất cả đều bị loại bỏ khỏi các chỉ số chứng khoán "lịch sử".

Dữ liệu của Jeremy Siegel cho thấy, sau lạm phát, từ năm 1802 tới năm 1870 cổ phiếu sinh lợi 7,0% một năm, trái phiếu 4,8% và tiền mặt 5,1%. Nhưng Elroy Dimson và các đồng nghiệp của ông ở Trường Kinh doanh London ước tính rằng các mức sinh lợi trước 1871 bị phóng đại ít nhất hai điểm phần trăm mỗi năm(1). Vậy thì trong thế giới thực, cổ phiếu cũng

không hơn gì tiền mặt và trái phiếu - và có khi còn kém một chút. Tất cả những ai tuyên bố rằng các số liệu dài hạn "chứng minh" cổ phiếu được bảo đảm sẽ biểu hiện tốt hơn trái phiếu hoặc tiền mặt là kẻ dốt nát.

TRÈO CAO NGÃ ĐAU Như một liều thuốc giải cam chịu cho kiểu nhảm nhí trên thị trường giá lên này, Graham bảo nhà đầu tư thông minh hãy hỏi một số câu hỏi đơn giản và có tính nghi ngờ. Tại sao mức sinh lợi tương lai của cổ phiếu phải luôn giống như mức sinh lợi của chúng trong quá khứ? Khi mà mọi nhà đầu tư tin rằng cổ phiếu bảo đảm sẽ làm ra tiền trong thời hạn dài, chẳng phải thị trường sẽ trở nên bị định giá cao quá mức một cách điên cuồng hay sao? Và một khi điều đó xảy ra, làm sao mức sinh lợi tương lai có thể cao được?

Các câu trả lời của Graham luôn có cội rễ từ logic và lý lẽ thông thường. Giá trị của bất kỳ đầu tư nào cũng luôn luôn là hàm số của cái giá mà bạn trả cho nó. Tới cuối những năm 1990, lạm phát teo dần, lợi nhuận của các công ty dường như lại bùng nổ, và phần lớn thế giới đang trong hòa bình. Nhưng thế không có nghĩa là - và không bao giờ nghĩa là - cổ phiếu đáng được mua với bất cứ cái giá nào. Vì lợi nhuận các công ty có thể đạt được là hữu hạn, giá cả mà nhà đầu tư sẵn sàng trả cho cổ phiếu cũng phải hữu hạn.

Hãy nghĩ về nó như thế này: Michael Jordan có thể là vận động viên bóng rổ vĩ đại nhất mọi thời đại, và anh kéo người hâm mộ vào Sân vận động Chicago như một cái nam châm khổng lồ. Đội Chicago Bulls đã lời khi trả Jordan tới 34 triệu đô la một năm để đập một quả bóng da trên một cái sàn gỗ. Nhưng như thế không có nghĩa là đội Bulls sẽ có lý khi trả anh ta 340 triệu, hay 3,4 tỷ hay 34 tỷ đô la mỗi mùa.

GIỚI HẠN CỦA Sự LẠC QUAN Tập trung vào các mức sinh lợi gần đây của thị trường khi chúng đang nở rộ, như Graham cảnh báo, sẽ dẫn tới "một kết luận khá vô lý và nguy hiểm rằng cũng có thể mong đợi các kết quả tuyệt vời như vậy đối với các cổ phiếu thường trong tương lai". Từ năm 1995 đến năm 1999, khi thị trường tăng ít nhất 20% một năm - một sự bứt phá chưa từng có trong lịch sử Mỹ - những người mua cổ phiếu trở nên lạc quan hơn bao giờ hết:

Vào giữa năm 1998, các nhà đầu tư được Tổ chức Gallup khảo sát cho công ty môi giới chứng khoán PaineWebber đã kỳ vọng danh mục đầu tư của mình kiếm khoảng 13% trong năm sắp tới. Vào đầu năm 2000, mức sinh lợi trung bình mong đợi của họ đã nhảy lên đến 18%.

"Những chuyên gia thành thạo" cũng ngả theo hướng lên giá không kém khi họ đẩy cao các giả định về mức sinh lợi tương lai của mình. Vào năm 2001 chẳng hạn, hãng SBC Communications nâng mức sinh lợi dự kiến trong kế hoạch lương hưu của mình từ 8,5% lên 9,5%. Tới năm 2002, tỷ suất sinh lợi trung bình được dự kiến của các kế hoạch lương hưu của các công ty trong chỉ số 500 cổ phiếu Standard & Poor's đã phình lên mức cao kỷ lục 9,2%.

Vài sự kiện tiếp theo cho thấy hậu quả tai hại của sự lạc quan quá mức:

Gallup đã phát hiện trong năm 2001 và 2002 là kỳ vọng trung bình về các mức sinh lợi một năm đã sụt xuống còn 7% - mặc dù các nhà đầu tư giờ có thể mua với giá thấp hơn gần 50% so với năm 2000[96]. Các giả định sốt sắng về mức sinh lợi trên các kế hoạch lương hưu của họ sẽ khiến các công ty trong s & p 500 mất ít nhất 32 tỉ đô la trong khoảng thời gian từ 2002 đến 2004, theo các ước tính của Phố Wall hiện nay.

Mặc dù các nhà đắu tư đèu biết đáng lẽ họ phải mua rẻ và bán đắt, trên thực tế, rốt cuộc họ lại thường làm ngược lại. cảnh báo của Graham trong chương này rất đơn giản: 'Theo quy tắc của điều ngược lại", tức là các nhà đầu tư càng hăng hái về thị trường chứng khoán trong dài hạn bao nhiêu thì họ càng chắc chắn bị chứng tỏ là sai trong ngắn hạn bấy nhiêu. Vào ngày 24/3/2000, tổng giá trị của thị trường chứng khoán Mỹ đạt đỉnh là 14,75 nghìn tỉ đô la. Tới ngày 9/10/2002, chỉ 30 tháng sau, tổng giá trị thị trường chứng khoán Mỹ là 7,34 nghìn tỉ đô la, tức là giảm 50,2% - mất khoảng 7,41 tỉ đô la. Trong khi đó, nhiều "chuyên gia" thị trường trở nên nghiêng về xu hướng đi xuống một cách cay cú khi dự đoán các mức tỷ suất lợi nhuận thị trường là không có hoặc thậm chí là âm trong nhiều năm - thậm chí là cho nhiều thập kỷ - sắp tới.

Tại thời điểm này, Graham sẽ hỏi một câu hỏi đơn giản: Các "chuyên gia" đã sai một cách tai hại như vậy vào lần cuối cùng khi họ đồng ý về một việc nào đó, thì lần này tại sao nhà đầu tư phải tin vào họ cơ chứ?

TIẾP THEO SẼ LÀ CÁI GÌ?

Thay vào đó, hãy tắt hết tiếng ồn và suy ngẫm về các mức sinh lợi tương lai như Graham có lẽ sẽ nghĩ. Kết quả thực hiện của thị trường chứng khoán phụ thuộc vào ba yếu tố:

mức tăng trưởng thực (mức tăng lợi tức và cổ tức của các công ty) mức tăng do lạm phát (sự tăng chung của giá cả trong toàn bộ nen kinh tế) sự tăng - hoặc giảm - của đầu cơ (hoặc bất kỳ sự tăng hay giảm về khẩu vị của giới đầu tư đối với cổ phiếu) Trong dài hạn, mức tăng hằng năm về lợi tức công ty trên một cổ phiếu của các công ty tính trung bình là khoảng 1,5% đến 2% (không tính lạm phát)[97]. Vào đầu năm 2003, lạm phát ở mức 2,4% một năm,[ẫ] mức tỷ suất cổ tức của cổ phiếu là 1,9%. Do đó:

1,5% đến 2% + 2,4% + 1,9% = 5,8% đến 6,3% Trong thời hạn dài, điều này có nghĩa là bạn có thể mong đợi một cách hợp lý rằng các cổ phiếu sẽ đạt mức sinh lợi khoảng 6% một năm (hoặc 4% sau khi tính lạm phát). Nếu công chúng đầu tư lại trở nên tham lam và khiến các cổ phiếu bay vào quỹ đạo thì cơn sốt đầu cơ đó sẽ tạm thời đẩy mức sinh lợi nhuận lên cao hơn. Nếu, ngược lại, các nhà đầu tư lại đầy sợ hãi, như vào những năm 1930 và những năm 1970, thì mức sinh lợi của chứng khoán sẽ tạm thời giảm xuống. (Đó chính là nơi chúng ta đang ở vào năm 20030 Robert Shiller, một giáo sư tài chính ở Đại học Yale, đã khơi cảm hứng cho phương pháp đánh giá của ông: Shiller so sánh giá hiện tại của chỉ số 500 chứng khoán

Standard & Poor's với mức lợi nhuận công ty trung bình trong 10 năm qua (đã tính lạm phát). Bằng cách dò lại các sổ sách quá khứ, Shiller đã cho thấy là khi tỷ lệ của ông vượt trên 20, thị trường thường mang lại các mức sinh lợi kém sau đó; khi nó giảm xuống dưới 10, các chứng khoán thường tạo ra mức sinh lợi rất lớn. Vào đầu năm 2003, theo công thức của Shiller, các chứng khoán có giá khoảng 22,8 lần lợi tức trung bình đã tính lạm phát của thập kỷ trước đó - vẫn nằm trong vùng nguy hiểm, nhưng đã giảm nhiều so với mức quỷ quái của nó vào năm 1999 là gấp 44,2 lần lợi tức.

Thị trường đã biểu hiện thế nào trong quá khứ khi nó có mức giá như ngày nay? Hình 3-1 cho thấy các thời kỳ trước đây khi mà chứng khoán ở các mức giá cao nhất tương tự, và chúng đã diễn biến thế nào trong những thời kỳ 10 năm sau đó: HÌNH 3-1

Năm	Tỷ lệ giá/lợi tức (P/E)	Tổng mức sinh lợi trong 10 năm tới
1898	21,4	9,2
1900	20,7	7,1
1901	21,7	5,9
1905	19,6	5,0
1929	22,0	-0,1
1936	21,1	4,4
1955	18,9	11,1
1959	18,6	7,8
1961	22,0	7,1
1962	18,6	9,9
1963	21,0	6,0
1964	22,8	1,2
1965	23,7	3,3
1966	19,7	6,6
1967	21,8	3,6
1968	22,3	3,2
1972	18,6	6,7
1992	20,4	9,3
Trung bình	20,8	6,0

Nguồn: http://aida.econ.yale.edu/shiller/data/ie_data.htm; jack Wilson và Charles Jones, "Phân tích chỉ số s & p 500 và phép mở rộng Cowles"[Ế] Chỉ số giá và mức sinh lợi cổ phiếu, 1870-1999," The Journal of Business, tập 75, số 3, tháng 7/2002, các trang 527-529l[ề] Ibbotson Associates.

Ghi chú.[ả] Tỷ lệ giá/lợi tức là tính toán của Shiller (mức sinh lợi thực trung bình 10 năm của chỉ số cổ phiếu 5 & p 500 chia cho giá trị chỉ số vào ngày 31 tháng 12). Tổng mức sinh lợi là giá trị trung bình hằng năm danh nghĩa.

Vậy thì với các mức đánh giá giống như của đầu năm 2003, thị trường chứng khoán đã có lúc biểu hiện rất tốt trong 10 năm tiếp theo, có lúc rất tệ, và phần còn lại thì rối loạn. Tôi nghĩ Graham, vốn luôn là nhà đầu tư thận trọng, sẽ chia tách sự chênh lệch giữa mức sinh lợi cao nhất và thấp nhất và dự đoán là trong thập kỷ tới cổ phiếu sẽ thu được khoảng 6% mỗi năm, hay 4% sau khi tính lạm phát. (Thú vị thay, dự đoán này khớp với con số ước tính mà chúng tôi thu được ở trên khi cộng tổng mức tăng trưởng thực, tăng trưởng sau lạm phát và tăng trưởng đầu cơ). So với những năm 1990 thì 6% chỉ là món bèo. Nhưng nó cũng hơn một chút so với lợi nhuận mà trái phiếu mang lại -và thế cũng đủ lý lẽ để hầu hết các nhà đầu tư giữ cổ phiếu làm thành phần của một danh mục đầu tư đa dạng.

Nhưng có một bài học thứ hai từ phương pháp của Graham. Điêu duy nhất bạn có thể tin tưởng khi dự báo về mức sinh lợi tương lai của cổ phiếu là bạn chắc sẽ sai. Sự thật không thể chối cãi duy nhất mà quá khứ đã dạy chúng ta là tương lai sẽ luôn làm ta bất ngờ - luôn luôn! Và hệ luận của quy luật lịch sử tài chính đó là thị trường sẽ gây ngạc nhiên ghê gớm nhất với chính những người chắc chắn rằng cái nhìn của họ về tương lai là đúng. Khiêm tốn về khả năng dự đoán của mình, giống như Graham đã làm, sẽ giúp bạn không liều lĩnh quá nhiều với một cái nhìn về tương lai mà hoàn toàn có thể sẽ trở thành sai.

Vậy nên, bằng mọi giá, bạn hãy giảm các kỳ vọng của mình xuống - nhưng hãy cẩn thận đừng làm nản tinh thân của mình. Với nhà đầu tư thông minh, niềm hy vọng luôn hiện hữu, vì nó nên như vậy. Trên thị trường tài chính, tương lai có vẻ càng tồi tệ bao nhiêu thì càng nhiều khả năng là nó sẽ tốt đẹp hơn. Một kẻ hoài nghi từng nói với nhà văn viết tiểu thuyết và tiểu luận người Anh G. K. Chesterton rằng "May thay cho kẻ không mong đợi gì, vì anh ta sẽ không bị thất vọng". Câu đối lại của Chesterton là gì?"May thay cho người không mong đợi gì, vì anh ta sẽ tận hưởng mọi thứ.”

CHƯƠNG 4 Phương châm phân bô danh mục đầu tư chung: nhà đầu tư phòng vệ Tính chất cơ bản của một danh mục đầu tư thường được xác định theo vị thế và tính cách của người sở hữu hay những người sở hữu. ờ một thái cực, ta có các ngân hàng tiết kiệm, công ty bảo hiểm nhân thọ, những cái gọi là quỹ ủy thác hợp pháp. Một thế hệ trước đây, những đầu tư của họ bị luật pháp tại nhiều bang giới hạn chỉ được kinh doanh trái phiếu cấp cao, và trong một số trường hợp, các cổ phiếu ưu đãi cấp cao (high-grade preferred stock)[98]. ở thái cực kia, ta có nhà kinh doanh phát đạt và kinh nghiệm, người sẽ đưa bất kỳ loại trái phiếu hoặc cổ phiếu nào vào danh sách chứng khoán của mình nếu anh ta coi nó là một món hàng hấp dẫn.

Một nguyên tắc lâu đời và sáng suốt là những ai không có khả năng liều lĩnh nên hài lòng với mức sinh lợi tương đối thấp từ quỹ đầu tư của mình. Nguyên tắc này đã mở ra ý niệm chung rằng mức sinh lợi mà nhà đầu tư nên nhắm tới ít nhiều tỷ lệ thuận với mức rủi ro mà anh ta sẵn sàng chấp nhận. Chúng tôi lại có quan điểm khác. Mức sinh lợi cần tìm kiếm, đúng ra, phải phụ thuộc vào lượng nỗ lực thông minh mà nhà đầu tư sẵn sàng và có thể đặt vào công việc của mình. Mức sinh lợi tối thiểu là dành cho nhà đầu thụ động của chúng ta, người muốn cả sự an toàn lẫn sự thoải mái không phải lo nghĩ. Mức sinh lợi tối đa sẽ được hiện thực hóa bởi nhà đầu tư nhạy bén và mạo hiểm, người sử dụng tối đa sự thông minh và kỹ năng của mình. Vào năm 1965, chúng tôi còn nói thêm: 'Trong nhiều trường hợp, việc mua một 'cổ phiếu phát hành giá hời' ('bargain issue') đem tới cơ hội thu lợi lớn có thể có ít rủi ro thực hơn so với việc mua một trái phiếu thông thường có tỷ suất lợi nhuận khoảng 4,5%." Lời phát biểu này có nhiều phần đúng thực hơn chúng tôi tưởng, vì trong nhiều năm sau đó các trái phiếu dài hạn tốt nhất đã mất một phần lớn giá trị thị trường của chúng do sự gia tăng mức lãi suất.

Vấn đê cơ bàn trong việc phân bố trái phiếu - cổ phiếu Chúng tôi đã phác họa dưới dạng đơn giản nhất phương châm đầu tư của nhà đầu tư phòng vệ[99]. Anh ta nên phân chia vốn của mình cho các trái phiếu cấp cao và các cổ phiếu thường cấp cao.

Chúng tôi đã gợi ý một quy tắc hướng dẩn căn bân là nhà đău tư không bao giờ nên có ít hơn 25% hoặc nhiều hơn 75% quỹ của mình làm cổ phiếu, và do đó có mức tỷ lệ nghịch từ 25% đễn 75% làm trái phiếu. Hàm ý ở đây là cách chia tiêu chuẩn nên cân bằng, tức là 50-50, giữa hai món đầu tư chính. Theo truyễn thống, lý do hợp lý để tăng phần trăm của cổ phiếu thường sẽ là sự xuất hiện của các mức "giá giãm" được tạo ra trong một thị trường giá xuống kéo dài. Ngược lại, quy trình hợp lý để giảm thành phân cổ phiếu thường xuống 50% là theo sự đánh giá của nhà đầu tư, mức thị trường đã lên cao tới mức nguy hiểm.

Những câu châm ngôn cũ rích này luôn dễ đẽ ra và khó làm theo - vì chúng đi ngược lại chính cái bân chất của con người là tạo ra những sự thái quá của thị trường giá lên và giá xuống. Điễu găn như là mâu thuẫn về điều kiện khi đề xuất một phương châm khả thi cho một người sờ hữu cổ phiếu trung bình là anh ta nên giâm các cổ phân của mình khi thị trường tăng quá một mức nhất định, và tăng các cổ phần lên khi thị trường giâm. Đó là vì

một người trung bình làm theo, và rõ ràng là phải làm theo, khuynh hướng ngược lại với chúng tôi trong những lần tăng và giảm lớn trong quá khứ; và người viết này tin tưởng là chúng ta sẽ còn gặp những thăng giáng ấy trong tương lai.

Nễu sự phân chia giữa các hoạt động đầu tư và đầu cơ bây giờ cũng rõ ràng như khi xưa thì chúng tôi có lẽ đã có thể coi những nhà đầu tư là một nhóm người sắc sào, kinh nghiệm, thường bán cho những nhà đầu cơ lơ ngơ, xui rủi với giá cao rồi mua lại từ họ với giá thấp hơn. Hình ảnh này có thể đã có một chút sự thật trong quá khứ nhưng bây giờ thật khó để liên hệ nó với các diễn biến tài chính từ năm 1949. Không có điều gì cho thấy những hoạt động chuyên nghiệp, như của các quỹ tương hỗ, đã được thực hiện theo cách như vậy. Tỷ lệ danh mục đầu tư đặt vào chứng khoán bằng hai loại quỹ chủ yếu - quỹ "cân đối" và "cổ phiếu thường" - đã thay đổi rất ít từ năm này qua năm khác. Các hoạt động mua bán của họ chủ yếu liên quan đến các nỗ lực chuyên từ các cổ phần ít hứa hẹn sang cổ phần nhiều hứa hẹn hơn.

Nếu, như chúng tôi vẫn hằng tin tưởng, thị trường cổ phiếu đã vượt khỏi ranh giới cũ của nó, và nếu những ranh giới mới chưa được hình thành, thì chúng tôi không thể cho nhà đầu tư các quy tắc đáng tin cậy nào để theo đó giảm các phần cổ phiếu thường của mình xuống mức 25% tối thiểu và sau đó bổ sung lại để đạt mức 75% tối đa. Chúng tôi có thể khuyên rằng nói chung nhà đầu tư không nên đặt một nửa vào cổ phiếu trừ phi anh ta rất tự tin vào sự vững chãi của vị trí cổ phiếu của mình và chắc chắn anh ta có thể đối mặt với sự sụt giãm thị trường kiểu những năm 1969- 1970 một cách bình tĩnh. Rất khó đề chúng tôi thấy sự tự tin như vậy là hợp lý với những mức giá tồn tại vào đầu năm 1972. Do đó, chúng tôi sẽ khuyên rằng không nên đề cổ phiếu chiếm một phần lớn hơn 50%. Nhưng, vì các lý do bổ sung, cũng khó không kém khi khuyên nhà đău tư giảm con số xuống dưới 50% nhiều, trừ phi nhà đău tư lo lắng trong chính thâm tâm của mình về mức thị trường hiện tại, và sẽ hài lòng với việc giới hạn sự tham gia của mình vào bất kỳ một sự tăng nào nữa ở mức, chẳng hạn, 25% tổng vốn đầu tư.

Do đó, chúng tôi đã phải đặt ra công thức 50-50 mà nhiều bạn đọc sẽ cho rằng là quá đơn giản. Với phương pháp này, quy tắc định hướng là duy trì mức phân chia ngang bằng giữa trái phiếu và cổ phiếu. Khi những thay đổi trong mức thị trường đầy thành phần cổ phiếu thường lên, chẳng hạn, 55%, mức cân bằng sẽ được phục hồi bằng cách bán 1/11 danh mục cổ phiếu và đặt số tiền thu vào trái phiếu. Ngược lại, nếu phần cổ phiếu giảm xuống còn 45%, bạn căn 1/11 quỹ trái phiếu để mua thêm cổ phiếu.

Đại học Yale đã làm theo một phương pháp phần nào tương tự trong một vài năm sau năm 1937, nhưng nó phân bố khoảng 35% "khoản nắm giữ thông thường" vào các cổ phiếu thường. Tuy nhiên, vào đầu những năm 1950, Yale có vẻ đã bồ công thức một thời nối tiếng của mình, và vào năm 1969 có 61% trong danh mục đầu tư của họ là cổ phiếu (bao gồm một số cổ phiếu chuyên đổi). (Vào lúc đó, tổng số lương hưu của 71 trường như vậy là 7,6 tỉ đô la và được giữ 60,3% bằng cổ phiếu thường). Ví dụ về Yale minh họa tác động găn như chết

người của sự gia tăng lớn của thị trường đối với cách tiếp cận đầu tư bằng công thức đã từng một thời được ưa chuộng này. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn tin rằng phiên bản 50-50 của cách tiếp cận này của chúng tôi là hợp lý đối với nhà đầu tư phòng vệ. Nó cực kỳ đơn giản; nó chắc chắn nhắm đúng hướng; nó tạo cho những người làm theo nó cảm giác là ít nhất anh ta đang có một số hành động để phản ứng với diễn biến của thị trường; và quan trọng nhất là nó sẽ ngăn anh ta khỏi bị lôi cuốn ngày một nhiều hơn vào các cổ phiếu thường trong khi thị trường đang vươn tới các mức giá đỉnh cao ngày một nguy hiểm hơn.

Hơn nữa, một nhà đầu tư thận trọng thật sự sẽ hài lòng với những lợi nhuận trên một nửa danh mục của anh trong thị trường đi lên, còn trong một cuộc giảm sút nghiêm trọng, anh ta sẽ lấy làm an ủi lớn rằng anh ta khá hơn những bạn bè mạo hiểm của mình bao nhiêu.

Trong khi cách chia 50-50 của chúng tôi chắc chắn là một "chương trình đa mục đích" đơn giản nhất đã từng được sáng chế ra, nó có thể không phải là kế hoạch tốt nhất về mặt lợi nhuận đạt được. (Tất nhiên, không có cách tiếp cận nào, dù máy móc hay không, lại có thể được sử dụng với sự đảm bảo rằng nó sẽ có tác dụng tốt hơn cách khác.) Mức sinh lợi cao hơn nhiều của các trái phiếu tốt hiện nay so với các cổ phiếu đại diện là một luận cứ rất thuyết phục để thiên vị thành phần trái phiếu. Lựa chọn của nhà đầu tư giữa 50% hoặc một con số thấp hơn cho cổ phiếu chỉ dựa vào tính cách và thái độ của anh ta. Nếu anh ta có thể hành động như một người cân đo lợi thế một cách lạnh lùng, anh ta sẽ nghiêng về việc đặt thành phần cổ phiếu ở mức thấp 25% vào lúc này, với ý chờ tới lúc tỷ suất cổ tức của DJIA đạt, chẳng hạn, hai phần ba tỷ suất lợi tức trái phiếu thì anh ta sẽ áp dụng cách chia 50-50 giữa trái phiếu và cổ phiếu. Bắt đầu xét từ mức 900 DJIA và cổ tức 36 đô la trên một đơn vị, điều này sẽ đòi hỏi tỷ suất lợi tức trái phiếu chịu thuế giảm từ 7,5% xuống 5,5% để tương đương mức sinh lợi hiện tại của các cổ phiếu hàng đầu, hoặc DJIA giảm xuống thấp tới mức 660 nếu không giảm tỷ suất lợi tức trái phiếu và không tăng cổ tức. Sự kết hợp các thay đổi này có thể tạo ra "điểm mua" tương tự. Một chương trình kiểu này không quá phức tạp; phần khó là tiếp nhận nó và duy trì nó, chưa nói đến khả năng là hóa ra nó quá bảo thủ.

Thành phân trái phiếu Việc chọn các trái phiếu phát hành trong phần trái phiếu của danh mục nhà đầu tư sẽ xoay quanh hai câu hỏi chính: Anh ta nên mua các trái phiếu chịu thuế hay miễn thuế, và anh ta nên mua các trái phiếu kỳ hạn ngắn hay dài? Quyết định về thuế sẽ chủ yếu là vấn đề tính toán số học, căn cứ vào so sánh sự chênh lệch giữa tỷ suất lợi tức và khung thuế của nhà đầu tư. Vào tháng 1 năm 1972, sự lựa chọn các trái phiếu kỳ hạn 20 năm là giữa tỷ suất lợi tức, chẳng hạn, 7,5% với các trái phiếu công ty "cấp Aa" và 5,3% với các trái phiếu phát hành miễn thuế hàng đầu. (Khái niệm "trái phiếu đô thị" nói chung được áp dụng với tất cả các loại trái phiếu miễn thuế, kể cả các công trái của tiểu bang). Điều này do đó làm các trái phiếu kỳ hạn này mất mát khoảng 30% khi chuyển từ trái phiếu công ty thành trái phiếu đô thị. Do đó, nếu nhà đầu tư có khung thuế tối đa cao hơn 30% thì anh ta có lượng tiết kiệm thuần sau khi tính thuế bằng cách chọn các trái phiếu đô thị; và ngược lại nếu mức thuế tối đa của anh ta dưới 30%. Một người độc thân bắt đầu trả mức 30% khi mà thu nhập của anh ta sau khi khấu trừ vượt qua 10.000 đô la,[Ê] với một đôi đã kết hôn thì mức này được

áp dụng khi tổng thu nhập có thuế vượt qua 20.000 đô la. Hiển nhiên là một phần lớn các nhà đầu tư lẻ sẽ thu được mức sinh lợi cao hơn sau khi tính thuế từ các trái phiếu đô thị tốt so với các trái phiếu công ty tốt.

Lựa chọn giữa kỳ hạn dài và ngắn lại liên quan tới một câu hỏi khác hẳn, đó là: Nhà đầu tư có muốn bảo hiểm cho mình chống lại sự giảm giá các trái phiếu của anh ta, nhưng phải trả cái giá là (1) tỷ suất lợi tức hằng năm thấp hơn và (2) mất khả năng tăng đáng kể giá trị vốn? Chúng tôi nghĩ tốt nhất nên thảo luận câu hỏi này trong chương 8 (Nhà đầu tư và các dao động của thị trường).

Trong nhiều năm trước đây, mua bán trái phiếu hợp lý duy nhất đối với các cá nhân là các trái phiếu tiết kiệm Mỹ được phát hành. Độ an toàn của chúng đã và vẫn không thể nghi ngờ được; chúng cho mức sinh lợi cao hơn bất kỳ đầu tư trái phiếu chất lượng hàng đầu nào; lại có lựa chọn để hoàn lại tiền và các đặc quyền khác làm tăng thêm rất nhiều sự hấp dẫn của chúng. Trong các lần xuất bản sách trước đây của mình, chúng tôi còn có cả một chương tên là 'Trái phiếu tiết kiệm Mỹ: Món lời cho các nhà đầu tu".

Như chúng tôi sắp chỉ ra, các trái phiếu tiết kiệm Mỹ vẫn có những phẩm chất đặc biệt khiến chúng trở thành món hàng phù hợp với bất cứ nhà đầutưcá nhân nào. Với người có lượng vốn khiêm tốn, chẳng hạn, dưới 10.000 đô la để đặt vào trái phiếu, chúng tôi nghĩ rằng chúng vần là lựa chọn dễ và tốt nhất.

Nhưng những ai có vốn lớn hơn có thể thấy các trái phiếu khác là đáng mong muốn hơn.

Hãy để chúng tôi liệt kê một số loại trái phiếu chủ yếu xứng đáng được nhà đầu tư xem xét, và thảo luận qua về chúng liên quan đến miêu tả chung, mức độ an toàn, mức lợi nhuận, giá thị trường, mức rủi ro̩ tình trạng thuế thu nhập, và các đặc điểm khác.

1. TRÁI PHIẾU TIẾT KIỆM MỸ, LOẠT E VÀ LOẠT H. Đầu tiên, chúng tôi sẽ tóm tắt các điều khoản quan trọng của chúng, và sau đó sẽ thảo luận qua về một số lợi thế của những món đầu tư độc đáo, hấp dẫn và vô cùng tiện lợi này. Các trái phiếu loạt (series) H trả lãi suất nửa năm một lần, như những trái phiếu khác. Mức lãi suất là 4,29% cho năm đầu tiên, sau đó là 5,10% đèu trong chín năm sau đó tới khi đáo hạn. Lãi suất của trái phiếu loạt E không được chi trả, nhưng tích lũy cho người sở hữu thông qua sự tăng giá trị thu hồi (mua lại). Các trái phiếu được bán với mức giá 75% mệnh giá của chúng, và đáo hạn ở mức 100% trong vòng 5 năm 10 tháng sau khi mua. Nếu giữ đến lúc đáo hạn, tỷ suất lợi tức là 5%, cộng gộp vào mỗi nửa năm. Nếu thu hồi sớm hơn, tỷ suất lợi tức tăng từ mức tối thiểu 4,01% của năm đầu lên trung bình 5,20% trong vòng 45/6 (4,83) năm tiếp theo.

Lãi của các trái phiếu phải chịu thuế thu nhập Liên bang, nhưng được miễn thuế thu nhập tiểu bang. Tuy nhiên, thuế thu nhập Liên bang trên các trái phiếu loạt E có thể được người giữ chọn trả hằng năm với lãi suất tích dãn (thông qua giá trị thu hồi tăng), hoặc lúc trái phiếu thật sự được bán đi.

Những người sở hữu trái phiếu loạt E có thể đổi chúng thành tiền bất kỳ lúc nào (một thời gian ngắn sau khi mua) với giá trị thu hồi hiện tại của chúng. Những người giữ trái phiếu loạt H cũng có quyền lợi tương tự để đổi chúng thành tiền theo mệnh giá. Các trái phiếu loạt E có thể đổi cho loạt H, với những lợi thế về thuế nhất định. Các trái phiếu bị mất, bị hủy hoặc bị trộm có thể được thay thế miễn phí. Có giới hạn đối với số lần mua một năm nhưng có những điều khoản không giới hạn về sự đồng sở hữu trong các thành viên gia đình, khiến đa số các nhà đầu tư có thể mua bao nhiêu mà họ có thể. Nhận xét: Không có đầu tư nào khác kết hợp được cả (1) sự bảo đảm tuyệt đối vốn và lãi suất được trả, (2) quyền được đòi "tiền lại" hoàn toàn bất cứ lúc nào, và (3) đảm bảo ít nhất 5% lãi suất trong ít nhất mười năm. Những người sở hữu trái phiếu loạt E trước đây có quyền gia hạn trái phiếu của mình khi đến kỳ hạn, và do đó tiếp tục tích tụ giá trị hàng năm với các mức cao hơn liên tiếp. Việc hoãn trả tiền thuế thu nhập sau các thời kỳ dài như vậy có lợi thế đô la rất lớn; chúng tôi tính ra rằng nó tăng tỷ lệ lai thực sau thuế được nhận lên tới một phần ba trong các trường hợp thông thường. Ngược lại, quyền được đổi trái phiếu thành tiền tại giá mua hoặc cao hơn đã tạo cho những người mua với lãi suất thấp những năm trước sự bảo vệ tuyệt đối trước sự giảm giá trị vốn đã từng xảy ra với nhiều nhà đầu tư trái phiếu; nói cách khác, nó cho họ cơ hội thu lợi từ việc tăng lai suất bằng cách đổi các trái phiếu lãi suất thấp của họ thành các trái phiếu phát hành mới với phiếu lai rất cao trên cơ sở tiền hòa nhau.

Theo quan điểm của chúng tôi, ngày nay các lợi thế đặc biệt dành cho những người sở hữu trái phiếu tiết kiệm sẽ bù đắp nhiều hơn cho mức tỷ suất lợi nhuận thấp hiện nay của nó, so với các công trái (obligation) trực tiếp khác của chính phủ.

2. CÁC TRÁI PHIẾU MỸ KHÁC. Một lượng lớn các trái phiếu phát hành mới như vậy tồn tại, gồm rất nhiều mức lãi và kỳ hạn. Tất cả đều hoàn toàn an toàn về mặt thanh toán lãi suất và vốn. Chúng phải chịu thuế thu nhập Liên bang nhưng được miễn thuế thu nhập tiểu bang. Vào cuối năm 1971, các phát hành dài hạn - trên mười năm - có mức tỷ suất lợi tức trung bình là 6,09%, các phát hành kỳ hạn trung bình (ba đến năm năm) có tỷ suất 6,35% và các phát hành kỳ hạn ngắn có tỷ suất 6,03%.

Vào năm 1970, người ta có thể mua một số trái phiếu phát hành cũ với chiết khấu lớn. Một số trái phiếu này được chấp nhận ngang mệnh giá khi thanh toán thuế tài sản. Ví dụ: Trái phiếu Kho bạc Mỹ 3,5 đến hạn vào năm 1990 nằm trong mục này; chúng được bán với giá 60[100] vào 1970, nhưng kết thúc năm 1970 với giá trên 77.

Cũng thú vị khi lưu ý rằng trong nhiều trường hợp, các công trái gián tiếp của chính phủ Mỹ có mức lợi nhuận cao hơn các công trái trực tiếp có cùng kỳ hạn. Ngay khi chúng tôi đang viết, có một đợt chào bán với mức 7,05% các "chứng chỉ được bảo đảm hoàn toàn bởi Bộ trưởng Giao thông Mỹ". Mức lai suất cao hơn đến 1% so với các công trái trực tiếp của Mỹ cùng đến hạn vào năm đó (1986). Các chứng chỉ thật ra được phát hành dưới tên Những người được ủy quyền của công ty Penn Central Transportation Co.f nhưng chúng được bán trên cơ sở một tuyên bố của Bộ trưởng Tư pháp Mỹ đảm bảo rằng "nó được đưa vào loại

công trái chung của Hoa Kỳ, được bảo hộ bởi toàn bộ niềm tin và lòng tín nhiệm với nó". Có một số tương đối các cồng trái gián tiếp kiểu này đã được chính phủ Mỹ đưa ra trong quá khứ, và tất cả chúng đêu được tôn trọng một cách tuyệt đối.

Người đọc có thể sẽ tự hỏi tại sao lại có tất cả những trò lòe bịp này, với cả sự "đảm bảo trực tiếp" của Bộ trưởng Bộ Giao thông, và cuối cùng có chi phí cao hơn cho người trả thuế. Lý do chính cho sự mập mờ này là do giới hạn nợ áp đặt lên chính phủ khi vay từ Quốc hội. Có vẻ như những bảo đảm của chính phủ không được coi là nợ, đây là vận may ngữ nghĩa học cho các nhà đầu tư ranh mãnh. Có lẽ tác động chính của tình huống này là sự ra đời của các trái phiếu Housing Authority miễn thuế của sở Nhà ở, tương đương với một bảo đảm của chính phủ Mỹ, và gần như là phát hành miễn thuế duy nhất tương đương với trái phiếu chính phủ. Một loại trái phiếu phát hành khác được chính phủ bảo hộ là Phiếu nợ Cộng đồng Mới (New Community Debenture) vừa được phát hành gần đây, với mức tỷ suất 7,60% vào tháng 9 năm 1971.

3. TRÁI PHIÊU TIỂU BANG VÀ ĐÔ THỊ. Các trái phiếu này được miễn thuế thu nhập Liên bang. Chúng cũng thường được miễn thuế thu nhập trong bang phát hành chúng nhưng không được miễn ở các bang khác. Chúng thường là những công trái trực tiếp của tiểu bang hoặc cấp dưới tiểu bang, hoặc các "trái phiếu thu nhập" ("revenue bond") dựa theo các thanh toán lãi suất của biên lai thu phí đường, phí cầu, thuê tòa nhà, v.v. Không phải tất cả các trái phiếu miễn thuế đêu được bảo vệ đủ để nhà đầu tư phòng vệ có lý do mua chúng. Anh ta có thể được hướng dẫn để chọn lựa bằng các đánh giá độ tín nhiệm của Moody's hoặc Standard & Poor's cho mỗi đợt phát hành. Một trong ba đánh giá cao nhất của cả hai tổ chức trên - Aaa (AAA), Aa (AA) hoặc A - là biểu thị đủ về sự an toàn thích hợp. Tỷ suất lợi tức của các trái phiếu này sẽ thay đổi cùng với chất lượng và kỳ đáo hạn của nó, với các trái phiếu kỳ hạn ngắn thì cho tỷ suất lợi nhuận thấp hơn. Vào cuối năm 1971, các phát hành được thể hiện trong chỉ số trái phiếu đô thị của Standard & Poor's có mức đánh giá trung bình là AA, kỳ hạn 20 năm, và tỷ suất lợi tức 5,78%. Một trái phiếu điển hình được chào bán của Vineland, bang New Jersey, được đánh giá AA và A và có tỷ suất lợi tức chỉ khoảng 3% với kỳ hạn một năm, và tăng đến 5,8% với các kỳ đáo hạn vào năm 1995 và 1996[101].

4. TRÁI PHIÊU CÔNG TY. Các trái phiếu này phải chịu cả thuế Liên bang và tiểu bang. Vào đầu năm 1972, các trái phiếu chất lượng cao nhất có tỷ suất lợi tức 7,19% với kỳ hạn 25 năm, như được thể hiện trong các tỷ suất lợi tức được công bố của chỉ số trái phiếu công ty hạng Aaa theo Moody's. Những cái được gọi là phát hành cấp trung bình thấp này - xếp hạng Baa - có tỷ suất lải 8,23% với những trái phiếu có kỳ hạn dài. Với mỗi loại thì các phát hành ngắn hạn có tỷ suất lợi tức có phần nhỏ hơn của các công trái dài hạn.

Nhận xét. Các tóm tắt trên cho thấy nhà đầu tư trung bình có một số lựa chọn giữa các trái phiếu cấp cao. Những người có khung thuế thu nhập lớn chắc chắn sẽ có thể thu được tỷ suất lợi tức ròng lớn hơn từ các trái phiếu phát hành miễn thuế so với các trái phiếu phát hành chịu thuế. Với những người khác, phạm vi tỷ suất lợi tức chịu thuế vào đầu năm 1972 sẽ là

từ 5,00% trên các trái phiếu tiết kiệm Mỹ; với các lựa chọn đặc biệt của chúng, cho tới 7,5% trên các trái phiếu công ty cấp cao.

Các đầu tư trái phiếu cho tỷ suất lợi tức cao hơn Bằng cách hy sinh chất lượng, nhà đầu tư có thể thu được mức sinh lợi cao hơn từ các trái phiếu của mình. Kinh nghiệm lâu năm đã cho thấy nhà đầu tư bình thường sẽ sáng suốt tránh xa các trái phiếu có tỷ suất lợi tức cao như thế. Mặc dù khi xét một cách tổng quát, chúng có thể sẽ tốt hơn về mặt mức sinh lợi tổng thể so với các trái phiếu phát hành chất lượng hàng đầu, chúng sẽ khiến người sở hữu phải chịu nhiều mối rủi ro cá nhân do các diễn biến bất lợi, từ những sự giãm giá đáng lo ngại cho tới cả sự vỡ nợ. (Đúng là các cơ hội bán giá hời xảy ra thường xuyên với các trái phiếu cấp thấp, nhưng căn có sự nghiên cứu và kỹ năng đặc biệt để khai thác chúng một cách thành công)[102].

Có lẽ ở đây chúng tôi nên nói thêm rằng những giới hạn mà Quốc hội đặt ra cho các trái phiếu trực tiếp của Mỹ đã tạo ra ít nhất hai kiểu "cơ hội bán giá hời" cho những nhà đầu tư đang theo đuổi các phiếu nợ được chính phủ bảo hộ. Một kiểu được cung cấp từ các đợt phát hành miễn thuế "New Housing" của sờ Nhà ờ, và kiều còn lại là từ đạt phát hành (có tính thuế) mới được tạo ra, "phiếu nợ New Community (Cộng đông Mới)". Một đợt phát hành New Housing vào tháng 7 năm 1971 có tỷ suất lên tới 5,8%, được miễn cả thuẽ Liên bang và tiểu bang, trong khi một phát hành phiếu nợ New Community (chịu thuế) bán vào tháng 9 năm 1971 có tỷ suất 7,60%. cã hai phiếu nợ đêu có "toàn bộ niềm tin và sự tín nhiệm" của chính phủ Hoa Kỳ đứng phía sau và do đó chắc chắn là an toàn. Và trên cơ sờ giá trị thuần, chúng có mức tỷ suất lợi tức cao hơn các trái phiếu Mỹ thông thường[103].

Tài khoản tiết kiệm thay cho trái phiếu Một nhà đầu tư giờ có thể thu được lãi suất cao từ một tài khoản tiết kiệm ở một ngân hàng thương mại hay ngân hàng tiết kiệm (hoặc từ chứng chỉ tiền gửi ngân hàng) bằng lãi suất từ một trái phiếu hàng đầu có kỳ hạn ngắn. Lãi suất của các tài khoản tiết kiệm ngân hàng có thể thấp đi trong tương lai, nhưng trong các điều kiện hiện tại chúng là một thay thể thích hợp cho việc đầu tư trái phiếu ngắn hạn của nhà đău tư cá nhân.

Những trái phiếu phát hành chuyền đổi Chúng được bàn đến trong chương 16. Sựbiễn động giá cả của các trái phiếu nói chung được bàn đến trong chương 8 (Nhà đầu tư và các dao động thị trường).

Điều khoản về thu hòi trái phiếu trước hạn Trong các lần xuất bản trước, chúng tôi đã thảo luận khá nhiều về mặt này của việc kinh doanh trái phiếu, vì nó bao gồm sự bất cồng nghiêm trọng nhưng ít được chú ý đối với nhà đầu tư. Trong trường hợp thông thường, các trái phiếu sẽ có khả năng được thu hồi khá sớm sau khi được phát hành, với mức trả thêm khiêm tốn - chẳng hạn như 5% - so với giá phát hành. Điều này có nghĩa là trong giai đoạn dao động lớn của mức lãi suất cơ sở, nhà đầu tư phải gánh chịu toàn bộ những thay đổi bất lợi và mất hết phần lời lãi trừ phần rất nhỏ từ các trái phiếu ưu đãi.

VÍ DỤ: Ví dụ tiêu biểu của chúng tôi là vụ phát hành của các phiếu nợ (debenture) American Gas & Electric 100 năm 5%, được bán cho công chúng với giá 101 vào năm 1928. Bốn năm sau, trong các điều kiện gần như khủng hoảng, giá của những trái phiếu tốt này giảm xuống còn 62,5, với tỷ suất lợi tức là 8%. Tới năm 1946, trong một tình thế đảo ngược lớn, các trái phiếu loại này có thể được bán để thu mức tỷ suất lợi tức chỉ có 3%, và phiếu nợ phát hành 5% đáng lẽ phải được niêm yết ở giá sát mức 160. Nhưng tại thời điểm đó, công ty này đã lợi dụng điều khoản về lệnh thu hồi và thu đổi phát hành này với giá chỉ ở mức 106 đô la.

Đặc điểm thu hồi của các hợp đồng trái phiếu này là một trường hợp được che đậy sơ qua của việc "mặt úp tôi thắng, mặt ngửa anh thua". Cuối cùng, những tổ chức mua trái phiếu đã không chấp nhận sự sắp đặt bất công này; và trong những năm gần đây, hầu hết các phát hành dài hạn có phiếu lai cao đã được bảo vệ khỏi sự thu hồi trong mười năm hoặc hơn sau khi phát hành. Điều này vẫn giới hạn khả năng tăng giá của chúng, nhưng không phải một cách bất công.

Về mặt thực tế, chúng tôi khuyên những người đầu tư vào các phiếu nợ phát hành dài hạn hy sinh một lượng tỷ suất lợi tức nhỏ để nhận được sự chắc chắn không bị thu hồi - trong 20 hoặc 25 năm chẳng hạn. Tương tự, việc mua một trái phiếu có phiếu lai thấp[104] với giá chiết khấu có lợi thế so với việc mua một trái phiếu có phiếu lai cao bán xấp xỉ mệnh giá và có thể bị thu hồi trong một vài năm. Vì sự chiết khấu giá - ví dụ, như của một trái phiếu 3,5% bán tại mức 63,5%, có tỷ suất lợi tức là 7,85% - có sự bảo vệ tuyệt đối trước các hành động thu hồi bất lợi.

Các cổ phiếu ưu đãi thông thường, tức không chuyển đôi được Một số nhận định chung nhất định nên được đặt ra ở đây về các cổ phiếu ưu đãi. Các cổ phiếu ưu đãi thực sự tốt có thể tồn tại và đang tồn tại, chúng vẫn tốt bất kể hình thức đầu tư, một thứ vốn đã xấu. cổ đông mua cổ phiếu ưu đãi thông thường sẽ đặt sự an toàn của mình vào khả năng và mong muốn của công ty về việc chi trả cổ tức trên cổ phiếu thường của nó. Một khi cổ tức thường bị bỏ qua, hoặc thậm chí bị đe dọa, vị thế của cổ đông mua cổ phiếu ưu đãi sẽ trở nên bấp bênh, vì các giám đốc sẽ không có nghĩa vụ tiếp tục trả tiền cho anh ta nữa trừ phi họ cũng trả cho các cổ phiếu thường. Mặt khác, cổ phiếu ưu đãi thông thường không có phần trong lợi nhuận của công ty, ngoài mức cổ tức cố định. Do đó, người đầu tư cổ phiếu ưu đãi sẽ mất cà quyền đòi chi trả hợp pháp của người giữ trái phiếu (tức chủ nợ) và các khả năng thu lãi của một cố đông thông thường (tức đối tác).

Những nhược điểm này về vị thế pháp lý của các cổ phiếu ưu đãi thường nối lên trong mỗi thời kỳ khủng hoảng. Chỉ một tỷ lệ nhỏ trong tất cả các cổ phiếu phát hành ưu đãi được bảo vệ đủ mạnh đề duy trì trạng thái đầu tư không đáng lo ngại qua mọi thăng trầm. Kinh nghiệm cho thấy rằng thời điểm đề mua cổ phiếu ưu đãi là khi giá của chúng bị giảm không hợp lý do những bất lợi tạm thời. (Tại những thời điểm đó, chúng có thê’ sẽ phù hợp với nhà đầu tư mạnh bạo, nhưng sẽ quá trái lệ đối với nhà đầu tư phòng vệ).

Nói cách khác, chúng nên hoặc được mua trên cơ sở giá hời hoặc hoàn toàn không mua. Chúng tôi sau này sẽ nói đến các phát hành có thể chuyển đổi và các phát hành có đặc quyền tương tự khác, trong đó chúng có những khả năng lợi nhuận đặc biệt. Chúng thường không được chọn vào một danh mục đầu tư thận trọng.

Một tính chất kỳ lạ khác trong vị thế chung của các cổ phiếu ưu đãi cần được nói tới. Chúng có tình trạng thuế tốt hơn nhiều đối với những người mua là công ty so với những nhà đầu tư cá nhân. Các công ty chỉ trả thuế thu nhập trên 15% thu nhập họ thu được từ cổ tức, chứ không phải trên toàn bộ thu nhập lãi thông thường của họ. Từ năm 1972 mức thuế công ty là 48%, điều này có nghĩa là 100 đô la nhận được dưới dạng cổ tức cổ phiếu ưu đãi chỉ bị tính thuế là 7,20 đô la, trong khi 100 đô la nhận được dưới dạng lãi trái phiếu bị tính thuế là 48 đô la. Mặt khác, những nhà đầu tư cá nhân trả cùng một mức thuế với các đầu tư cổ phiếu ưu đãi và lãi trái phiếu, trừ một ngoại lệ nhỏ gần đây. Do đó, theo logic chặt chẽ, tất cả các cổ phiếu ưu đãi loại đầu tư nên được mua bởi các công ty, cũng như tất cả các trái phiếu miễn thuế nên được mua bởi những nhà đầu tư có trả thuế thu nhập[105].

Các dạng chứng khoán Dạng trái phiếu và dạng cổ phiếu ưu đãi, như đã được nói tới ở trên, là các vấn đề đã được hiểu rõ và khá đơn giản. Một người sở hữu trái phiếu được quyền nhận lãi suất cố định và nhận thanh toán vốn vào một thời hạn nhất định. Người sở hữu một cổ phiếu ưu đãi có quyền nhận cổ tức cố định, không nhiều hơn, và phải được trả trước bất cứ cổ tức thường nào. Giá trị vốn của anh ta không có hạn vào một ngày cố định nào. (Cổ tức có thể cộng dồn hoặc không cộng dồn. Anh ta có thể có quyền hoặc không có quyền bỏ phiếu).

Phần trên mô tả các điều khoản chuẩn và dĩ nhiên đa số các phát hành trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi là như vậy, nhưng cũng có vô số sự lệch ra khỏi các dạng này. Những loại được biết đến nhiều nhất là các cổ phiếu có thể chuyển đổi và các hình thức phát hành tương tự, và trái phiếu thu nhập. Với dạng trái phiếu thu nhập, lai không phải trả trừ phi nó được công ty kiếm ra. (Lãi không được trả có thể tích lại để trở thành phí tổn đối với lợi nhuận tương lai, nhưng giai đoạn này thường giới hạn trong ba năm).

Các trái phiếu thu nhập nên được các công ty sử dụng rộng rãi hơn. Việc chúng bị lảng tránh có vẻ chỉ là do một tai nạn trong lịch sử kinh tế - tức là, chúng lần đầu được sử dụng với khối lượng lớn trong những lần cải tổ đường sắt, và từ đó chúng gắn liền với sự yếu kém tài chính và tình trạng đầu tư kém. Nhưng bản thân dạng đầu tư này có những lợi thế thực tế, đặc biệt là so sánh với và để thay thế cho vô số các phát hành cổ phiếu ưu đãi (có thể chuyên đổi) trong những năm gãn đây. Đứng đầu trong các lợi thế này là sự khấu trừ lãi được trả từ thu nhập chịu thuế của công ty, và do đó nó cắt giảm một nửa chi phí của dạng vốn này. Xét từ quan điểm của nhà đầu tư, có lẽ tốt nhất trong hầu hết các trường hợp là anh ta nên có (1) quyền được nhận vô điều kiện các thanh toán lãi từ công ty khi công ty kiếm ra, và (2) quyền có các loại bảo vệ khác ngoài luật về phá sản nếu lai suất không được kiếm ra và chi trả. Các điều khoản của trái phiếu thu nhập được cân nhắc để có lợi cho cả người vay và người cho vay dưới dạng thích hợp nhất cho cả hai. (Các quyền chuyển đổi tất nhiên có thể được đưa

vào). Sự chấp nhận của tất cả mọi người đối với dạng cổ phiếu ưu đãi vốn dĩ yếu hơn và sự từ chối dạng trái phiếu thu nhập mạnh hơn là một minh họa lôi cuốn về cách thức mà theo đó các định chế và thói quen truyền thống có xu hướng tiếp tục duy trì trên Phố Wall mặc cho các điều kiện mới đòi hỏi phải có quan điểm mới. Với mỗi làn sóng lạc quan hoặc bi quan mới, chúng tôi sẵn sàng bỏ qua lịch sử và các nguyên tắc đã được thời gian kiểm chứng, nhưng chúng tôi vẫn bám chặt một cách kiên quyết và không thể tranh cãi với các định kiến của mình.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 4 Khi bạn bị phụ thuộc vào cơ hội, tự nhiên bạn sẽ không còn sự may mắn nữa.

- Huấn luyện viên bóng rổ Pat Railey Danh mục đầu tư của bạn nên mạnh bạo đến mức nào?

Điêu này, theo Graham, ít phụ thuộc vào các loại đầu tư mà bạn sở hữu, hơn là bạn là kiểu nhà đầu tư nào. Có hai cách để là một nhà tư thông minh: bằng cách không ngừng nghiên cứu, lựa chọn và quản lý một tổ hợp động gồm các cổ phiếu, trái phiếu, hoặc quỹ đầu tư tương hỗ; hoặc bằng cách tạo ra một danh mục đầu tư cố định chạy tự động và cần rất ít nỗ lực tiếp theo (nhưng tạo ra rất ít sự sôi động). Graham gọi cách tiếp cận đầu tiên là "chủ động" hoặc "mạo hiểm"; nó cần nhiều thời gian và rất nhiều năng lượng. Chiến lược "thụ động" hoặc "phòng vệ" cần ít thời gian hoặc nỗ lực nhưng lại căn sự tách rời găn như khổ hạnh khỏi những huyên náo quyến rũ của thị trường. Như học giả thị trường Charles Ellis đã giãi thích, phương pháp mạo hiểm đòi hỏi cố gắng thể lực và trí tuệ, trong khi phương pháp phòng vệ lại đòi hỏi về mặt tâm lý[106].

Nễu bạn có dư thời gian, và là người cạnh tranh cao, suy nghĩ như một cổ động viên thể thao, và thích thú với một thách thức trí tuệ phức tạp, thì phương pháp chủ động sẽ là con đường của bạn. Nếu bạn luôn cãm thẩy bị gấp gáp, thèm khát sự đơn giản, và không thích nghĩ ngợi về tiền, thì phương pháp thụ động là dành cho bạn. (Có những người sẽ câm thấy thoải mái nhất khi kết hợp cả hai phương pháp - tạo ra một danh mục đầu tư chủ yếu là chủ động và có một phần thụ động, hoặc ngược lại).

cã hai phương pháp đèu thông minh như nhau, và bạn có thể thành công với bất kỳ cái nào - nhưng chỉ với điều kiện bạn hiểu mình đủ rõ để chọn một cách trong cả cuộc đời đầu tư của bạn, và kiểm soát các chi phí và cảm xúc của mình. Sự phân biệt của Graham giữa những nhà đấu tư chủ động và thụ động là một cách nhắc nhở khác rằng rủi ro tài chính không chỉ nằm ở nơi hầu hết chúng ta đi tìm nó - trong nen kinh tế hoặc trong các đầu tư của ta - mà còn ở trong bản thân chúng ta nữa.

BẠN CÓ THỂ CAN ĐẢM, HAY BẠN SẼ NẢN?

Vậy thì một nhà đấu tư phòng vệ nên bắt đầu như thế nào? Quyết định đầu tiên và cơ bản nhất là đặt bao nhiêu vào cổ phiếu và đặt bao nhiêu vào trái phiếu và tiền mặt. (Lưu ý rằng Graham cố tình để bài thảo luận này sau chương về lạm phát của ông, nhằm chuẩn bị trước cho bạn kiến thức rằng lạm phát là một trong những kẻ thù nguy hiểm nhất của bạn).

Điêu ấn tượng nhất trong thảo luận của Graham về cách phân chia tài sản của bạn giữa cổ phiếu và trái phiếu là ông không he nhắc tới từ "tuổi". Điều này đặt lời khuyên của ông hoàn toàn đối lập với lẽ phải thông thường - là việc bạn sẽ liều đầu tư bao nhiêu phụ thuộc chủ yếu vào độ tuổi của bạn[107]. Một quy tắc truyền thống theo kinh nghiệm là bạn lấy 100 trừ đi số tuổi của mình và từ kết quả bạn hãy đầu tư số phần trăm đó vào cổ phiếu, và phần còn lại vào trái phiếu hoặc tiền mặt. (Một người 28 tuổi sẽ đặt 72% tiền của mình vào cổ phiếu; một

người 81 tuổi sẽ chỉ đặt 19% vào đó.) Như tất cả những thứ khác, những giả định này đã trở nên quá nóng vào cuối những năm 1990. Đến năm 1999, một quyển sách nổi tiếng đã nói rằng nếu bạn dưới 30 tuổi thì bạn nên đặt 95% tiền của mình vào cổ phiếu - kể cả nếu bạn có khả năng chịu rủi ro "vừa phải"![108] Trừ phi bạn đã để những người đe ra lời khuyên này trừ đi 100 từ IQ của bạn, bạn sẽ phải biết được có điều gì đó sai ở đây. Tại sao tuổi của bạn lại có thể quyết định những gì bạn nên liều? Một cụ già 89 tuổi với 3 triệu đô la, một khoản lương hưu khá lớn, và với đàn con cháu sẽ rất ngốc nghếch nếu đặt phần lớn tiền của mình vào trái phiếu. Bà đã có nhiều thu nhập, và cháu của bà (người rồi sẽ được thừa kế các cổ phiếu của bà) còn nhiều thập kỷ để đầu tư trước mắt. Mặt khác, một người 25 tuổi đang dành tiền để làm đám cưới và trả tiền nhà có điên mà đặt hết tiền của mình vào cổ phiếu. Nếu thị trường chứng khoán lao đầu xuống, anh ta sẽ không có thu nhập nào từ trái phiếu để đỡ lưng cho mình.

Hơn nữa, cho dù bạn trẻ cỡ nào, bạn có thể bỗng nhiên cần phải rút tiền của mình ra khỏi cổ phiếu không phải trong 40 năm nữa, mà trong 40 phút nữa. Không một linh cảm hay cảnh báo nào là bạn có thể mất việc, phải ly dị, hay trở nên tàn tật, hoặc chịu bất kỳ một bất ngờ nào. Những điều không lường trước có thể rơi vào bất cứ ai, vào bất cứ tuổi nào. Tất cả mọi người đêu phải giữ một số tài sản dưới dạng tiền mặt an toàn tuyệt đối.

Cuối cùng, rất nhiều người phải ngừng đầutưchỉvì thị trường cổ phiếu đi xuống. Các nhà tâm lý cho thấy rằng hầu hết chúng ta rất kém trong việc dự đoán vào ngày hôm nay là chúng ta sẽ linh cảm như thế nào về một sự kiện đãy cảm xúc sẽ xảy ra trong tương lai[109]. Khi các cổ phiếu đi lên 15% hoặc 20% một năm như vào những năm 1980 và 1990, rất dễ tưởng tượng rằng bạn và các cổ phiếu của bạn đã cưới nhau trọn đời. Nhưng khi bạn phải chứng kiến mỗi đô la mà bạn đầu tư bị teo lại thành một xu, rất khó để không giải cứu bằng sự "an toàn" của trái phiếu và tiền mặt. Thay vì mua và giữ các cổ phiếu của mình, nhiều người rốt cuộc lại mua cao, bán thấp, và chẳng giữ được gì ngoài cái đầu trên tay mình. Vì có rất ít nhà đầu tư có đủ gan để bám lấy cổ phiếu trong một thị trường sụt giảm, Graham nhấn mạnh rằng mọi người nên giữ ít nhất là 25% làm trái phiếu. Cái đệm đó, ông tranh luận, sẽ cho bạn đủ can đảm để giữ nốt chỗ tiền còn lại vào cổ phiếu kể cả khi cổ phiếu giảm.

Để hiểu rõ hơn về lượng rủi ro mà bạn có thể chịu được, hãy nghĩ về những hoàn cảnh cơ bản trong đời sống của bạn, khi nào chúng sẽ có ảnh hưởng, khi nào chúng sẽ thay đổi, và chúng sẽ có khả năng tác động như thế nào tới sự căn tiền mặt của bạn:

Bạn độc thân hay đã kết hôn? Vợ/chồng hoặc người bạn đời của bạn làm gì để kiếm sống?

Bạn có hoặc sẽ có con không? Khi nào thì tiền học phí sẽ đến gõ cửa nhà bạn?

Bạn sẽ được thừa kế hay không, hay bạn sẽ phải chịu trách nhiệm tài chính cho bố mẹ già yếu?

Những yếu tố gì có thể tác động xấu tới sự nghiệp của bạn? (Nếu bạn làm việc cho ngân hàng hoặc công ty xây dựng nhà, việc tăng lãi suất có thể khiến bạn mất việc. Nếu bạn làm việc cho một nơi sản xuất hóa chất, giá dâu tăng vút có lẽ sẽ là tin xấu.) Nễu bạn tự làm chủ, các công ty tương tự như của bạn thường tồn tại được bao lâu?

Bạn có căn các đầu tư của mình để bổ sung cho thu nhập tiền mặt không? (Nói chung, các trái phiếu sẽ bổ sung, còn cổ phiếu thì không).

Với mức lương và nhu cầu tiêu của bạn, bạn có thể mất bao nhiêu vào các đầu tư của mình?

Nếu sau khi xem xét các yếu tố này, bạn cảm thấy bạn có thể chịu những rủi ro cao hơn vốn có trong việc sở hữu lượng cổ phiếu to lớn, bạn thuộc về phần 25% tối thiểu đặt vào trái phiếu hoặc tiền mặt của Graham. Nếu không, bạn gần như hãy tránh xa các cổ phiếu, lùi về mức 75% tối đa đặt vào trái phiếu hoặc tiền mặt. (Để xem bạn có thể lên tới 100% không, hãy xem phần đóng khung dưới đây).

Một khi bạn đã thấy được tỷ lệ mục tiêu của mình, hãy thay đổi chúng chỉ khi nào các hoàn cảnh đời sống của bạn thay đổi. Đừng mua thêm cổ phiếu chỉ vì thị trường cổ phiếu đã đi lên, đừng bán chúng vì thị trường đã đi xuống. Cốt lõi phương pháp của Graham là thay thế sự phỏng đoán bằng sự kỷ luật. May mắn thay, thông qua 401 (k) của bạn, rất dễ đặt cho danh mục đầu tư của bạn chạy tự động. Hãy cho rằng bạn có khả năng liều khá cao - chẳng hạn, 70% tài sản của bạn đặt vào cổ phiếu, và 30% đặt vào trái phiếu. Nếu thị trường tăng 25% (mà trái phiếu giữ nguyên), giờ bạn sẽ có dưới 75% trong cổ phiếu và chỉ có 25% trong trái phiếu[110]. Hãy lên trang web 401 (k) của bạn (hoặc gọi số miễn phí của nó) và bán đủ số cổ phiếu của mình để "tái cân bằng" trở lại mục tiêu 70- 30 của bạn. Điểm mấu chốt là tái cân bằng với một kế hoạch có thể dự đoán được, bình tĩnh - không nhiều đến nỗi bạn phải phát điên, và không ít đến nỗi các mục tiêu của bạn sẽ loạn lên. Tôi khuyên bạn nên tái cân bằng sáu tháng một lần, không hơn không kém, vào những ngày dễ nhớ như năm mới và ngày quốc khánh.

TẠI SAO KHÔNG PHẢI LÀ 100% CHỨNG KHOÁN?

Graham khuyên bạn không bao giờ đặt nhiều hơn 75% tổng tài sản của mình vào cổ phiếu. Nhưng có phải việc đặt hết tiền vào cổ phiếu là không nên cho tất cả mọi người không? Với một thiểu số bé xíu các nhà đầu tư, một danh mục đầu tư 100% cổ phiếu là hợp lý. Bạn là một trong số họ nếu bạn:

• đã cất đi đủ số tiền đề chu cấp cho gia đình trong ít nhất một năm nữa • sẽ đầu tư đều đặn trong ít nhất 20 năm nữa •đã sống sót qua được thị trường giá xuống bắt đầu vào năm 2000 • không bán cổ phiếu trong thị trường giá xuống bắt đầu vào năm 2000 • mua nhiều cổ phiếu hơn trong thị trường giá xuống bắt đầu vào năm 2000 • đã đọc chương 8 của cuốn sách này và đã thực hiện một kế hoạch chính thức để kiểm soát hành vi đầu tư của bản thân.

Trừ phi bạn có thể thành thật vượt qua tất cả các câu kiểm tra, bạn không việc gì phải đặt hết tiền của mình vào cổ phiếu. Tất cả những ai đã hoảng loạn trong thị trường giá xuống lần trước sẽ tiếp tục như vậy trong lần sau - và sẽ hối hận vì không có cái đệm bằng tiền mặt và trái phiếu.

Cái đẹp của việc tái cân bằng định kỳ này là nó sẽ khiến bạn dựa các quyết định đầu tư của mình vào một tiêu chuẩn đơn giản, có mục đích - Tôi có sở hữu tài sản này nhiều hơn những gì kế hoạch của tôi đề ra không? - thay vì sự phỏng đoán suông xem các mức lãi suất đang đi về đâu, hay bạn có nghĩ rằng chỉ số Dow có sắp lăn vật ra chết không. Một số công ty kiểu quỹ đầu tư tương hỗ, trong đó có T. Rowe Price, có thể sẽ sớm giới thiệu các dịch vụ tự động tái cân bằng danh mục đầu tư 401 (k) của bạn theo mục tiêu đặt trước của bạn, nên bạn không bao giờ cần phải ra một quyết định chủ động.

LỢI VÀ HẠI CỦA VIỆC ĐẦU TƯ KIẾM LỢI TỨC Vào thời của Graham, các nhà đầu tư trái phiếu có hai lựa chọn cơ bản: chịu thuế hay miễn thuế? Ngắn hạn hay dài hạn? Ngày nay có thêm một lựa chọn nữa: Trái phiếu hay quỹ trái phiếu?

Chịu thuế hay miễn thuế? Trừ phi bạn thuộc khung thuế thấp nhất[111], bạn chỉ nên mua trái phiếu miễn thuế (đô thị) ngoài quỹ lương hưu của mình. Nếu không, rất nhiều lợi tức trái phiếu của bạn sẽ rơi vào tay IRS. Nơi duy nhất để sở hữu trái phiếu có thuế là trong tài khoản 401 (k) của bạn hoặc một tài khoản trú ngụ khác, nơi mà bạn sẽ không nợ thuế hiện tại trên thu nhập của chúng - và nơi các trái phiếu đô thị không có chỗ, vì lợi thế thuế của chúng sẽ bị phí phạm[112].

Ngắn hạn hay dài hạn? Trái phiếu và các mức lãi suất nằm chênh vênh trên hai đầu của một chiếc bập bênh: Nếu lãi suất tăng, thì giá trái phiếu sẽ giảm - mặc dù một trái phiếu ngắn hạn sẽ giảm ít hơn nhiều so với một trái phiếu dài hạn. Mặt khác, nếu lãi suất giảm, giá trái phiếu sẽ tăng - và một trái phiếu dài hạn sẽ vượt qua các trái phiếu có kỳ hạn ngắn hơn[113]. Bạn có thể chia nhỏ sự chênh lệch bằng cách mua các trái phiếu có kỳ hạn trung bình, đáo hạn trong 5 tới 10 năm nữa - chúng không vút lên khi bên bập bênh của chúng cao lên, nhưng chúng cũng không đập xuống đất. Với hầu hết các nhà đầu tư, các trái phiếu kỳ hạn trung bình là lựa chọn đơn giản nhất, vì chúng có thể sẽ giúp giải thoát bạn khỏi trò đoán xem mức lãi suất bao nhiêu là được.

Trái phiếu hay quỹ trái phiếu? Vì trái phiếu thường được bán theo lô 10.000 đô la một lô và bạn cần ít nhất 10 thứ trái phiếu để đa dạng hóa giảm khả năng rủi ro rằng một thứ trong số chúng sẽ vỡ nợ, nên việc mua các trái phiếu lẻ là vô nghĩa trừ phi bạn có ít nhất 100.000 đô la để đầu tư. (Ngoại lệ duy nhất là cái trái phiếu được phát hành bởi Kho bạc [tức Bộ Tài chính] Hoa Kỳ, vì chúng được toàn bộ sức mạnh của chính phủ Mỹ bảo vệ khỏi sự vỡ nợ.) Các quỹ trái phiếu giúp bạn có sự đa dạng hóa vừa rẻ vừa dễ, cùng với sự tiện lợi của việc thu lợi tức hằng tháng, mà từ đó bạn có thể tái đầu tư vào quỹ tại mức hiện tại mà không phải trả phí. Với hầu hết các nhà đầu tư , các quỹ trái phiếu thắng áp đảo trái phiếu lẻ (ngoại lệ chính là các trái phiếu kho bạc và một số trái phiếu đô thị). Những công ty lớn như

Vanguard, Fidelity, Schwab, và T. Rowe Price có một danh sách lớn các quỹ trái phiếu với chi phí rẻ[114].

Các lựa chọn cho những nhà đầu tư trái phiếu đã nảy nở như nấm vậy$_{m}$ nên hãy cập nhật danh sách những gì đang có của Graham. Vào năm 2003, các mức lãi suất xuống thấp đến nỗi các nhà đầu tư thèm khát tỷ suất lợi tức, nhưng có những cách tăng lợi nhuận của bạn mà không phải chịu liều nhfêu[115]. Hình 4-1 tóm tắt những điểm mạnh và yếu.

HÌNH 4-1: Thê giới rộng lớn của các trái phiếu

Loại	Kỳ hạn	Số lượng mua ít nhất	Rủi ro không được trả đúng hạn
Tín phiếu kho bạc (ngắn hạn)	Dưới 1 năm	1.000 đô la (T)	Cực kỳ thấp
Kỳ phiếu kho bạc (trung hạn)	Từ 1 đến 10 năm	1.000 đô la (T)	Cực kỳ thấp
Trái phiếu kho bạc (dài hạn)	Trên 10 năm	1.000 đô la (T)	Cực kỳ thấp
Trái phiếu tiết kiệm	Lên tới 30 năm	25 đô la (T)	Cực kỳ thấp
Chứng chỉ tiền gửi	Từ 1 tháng đến 5 năm	Thường là 500 đô la	Rất thấp, được bảo hiểm tối đa tới 100.000 đô la
Quỹ thị trường tiền tệ	397 ngày hoặc ít hơn	Thường là 2.500 đô la	Rất thấp
Nợ thế chấp [bất động sản]	Từ 1 đến 30 năm	2.000–3.000 đô la (Q)	Thường là trung bình song có thể cao
Trái phiếu đô thị	Từ 1 đến 30 năm hoặc hơn	5.000 đô la (T); 2.000–3.000 đô la (Q)	Thường là trung bình song có thể cao
Cổ phiếu ưu đãi	Không xác định	Không	Cao
Trái phiếu lợi nhuận cao ("trái phiếu rác")	Từ 7 đến 20 năm	2.000–3.000 đô la (Q)	Cao
Nợ của thị trường mới nổi	Lên tới 30 năm	2.000–3.000 đô la (Q)	Cao

Nguồn.[Ề] Bartkrate.com, Bloomberg, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morningstar, www.savingsbonds.gov Ghi chú: (T): được mua bán trực tiếp. (Q): được mua qua một quỹ tương hỗ. "Dễ bán trước khi đáo hạn" cho thấy mức độ mà bạn có thể sẵn sàng bán được với mức giá hợp lý trước khi đến kỳ hạn; các quỹ tương hỗ thường có mức độ dễ bán cao hơn so với các trái phiếu riêng lẻ. Các quỹ thị trường tiền tệ được bảo hiểm toàn Liên bang tối đa là 100.000 đô la nếu như được mua tại ngân hàng là thành viên của FDIC (Công ty Bảo hiểm tiền gửi Liên bang), còn nếu không thì chỉ có đảm bảo ngầm là sẽ không bị mất giá trị. Các trái phiếu đô thị thường được miễn thuế thu nhập bang chỉ ở bang mà chúng được phát hành.

Rủi ro nếu lãi suất tăng	Dễ bán trước khi đáo hạn	Được miễn thuế thu nhập hầu hết các bang	Được miễn thuế thu nhập của Liên bang	Mức chuẩn	Tỷ suất lợi tức 31/12/ 2002
Rất thấp	Cao	Có	Không	90 ngày	1,2
Trung bình	Cao	Có	Không	5 năm	2,7
Cao	Cao	Có	Không	10 năm	3,8
Rất thấp	Thấp	Có	Không	30 năm	4,8
Thấp	Thấp	Không	Không	Loạt trái phiếu EE mua sau tháng 5/1995	4,2
Thấp	Thấp	Không	Không	Trung bình 1 năm quốc gia	1,5
Thấp	Cao	Không	Không	Trung bình của thị trường tiền tệ chịu thuế	0,8
Trung bình đến cao	Trung bình đến thấp	Không	Không	Chỉ số chứng khoán có thế chấp (MBS) Lehman Brothers	4,6
Trung bình đến cao	Trung bình đến thấp	Không	Có	Trung bình của Quỹ tương hỗ dài hạn quốc gia	4,3
Cao	Trung bình đến thấp	Không	Không	Không có	Dao động lớn
Trung bình	Thấp	Không	Không	Chỉ số lợi tức cao của Merrill Lynch	11,9
Trung bình	Thấp	Không	Không	Trung bình của Quỹ trái phiếu của trị trường mới xuất hiện	8,8

Giờ ta hãy xem một số loại đầu tư trái phiếu có thể đáp ứng các nhu cầu đặc biệt.

TIÊN MẶT KHÔNG PHÀI LÀ RÁC Làm thế nào để bạn vắt ra nhiều lợi nhuận hơn nữa từ tiền mặt của mình? Nhà đầu tư thông minh nên xem xét việc rút khỏi các chứng chỉ tiền gửi ngân hàng hoặc các tài khoản thị trường tiền tệ - những thứ mà thời gian gần đây có mức sinh lợi kém - và chuyển sang một trong những cách thay thế tiền mặt sau:

Trái phiếu kho bạc (Treasury security), với tư cách là các công trái (cam kết nợ) của chính phủ Mỹ, gần như không có rủi ro tín dụng - là do, nếu không thanh toán được nợ của mình, Chú Sam có thể tăng thuế hoặc in thêm tiền theo ý muốn. Các tín phiếu kho bạc (Treasury bill) có kỳ hạn là 4, 13 hoặc 26 tuần. Vì các kỳ hạn rất ngắn của chúng, các tín phiếu kho bạc bị lõm rất ít khi các mức lãi suất tăng làm sụt giá của những đầu tư thu lợi khác; tuy nhiên, các trái phiếu kho bạc dài hạn hơn lại thiệt hại nặng ne khi lai suất tăng. Thu nhập lai của các trái phiếu kho bạc thường được miễn thuế thu nhập tiểu bang (nhưng không được miễn thuế thu nhập Liên bang). Và, với 3,7 nghìn tỷ đô la nằm trong tay công chúng, thị trường cho các trái phiếu kho bạc là vô cùng rộng lớn, nên bạn có thể dễ dàng tìm được người mua nếu bạn cần lấy lại tiền trước khi đến hạn. Bạn có thể mua các tín phiếu kho bạc, các kỳ phiếu (Treasury note) loại ngắn hạn và trái phiếu dài hạn trực tiếp từ chính phủ, mà không mất phí

môi giới, tại www.publicdebt.treas.gov. (Để biết thêm về các TIPS được bảo vệ khỏi lạm phát, hãy xem phần bình luận chương 2.) Các trái phiếu tiết kiệm (savings bond), khác với trái phiếu kho bạc, không thể đem ra mua bán; bạn không thể bán chúng cho một nhà đầu tư khác, và bạn sẽ mất ba tháng lãi suất nếu bạn đổi chúng lấy tiền mặt trong vòng dưới năm năm. Do đó, chúng chủ yếu thích hợp để làm một "khoản tiền dự trữ" nhằm chi cho một nhu cầu tương lai - một món quà trong một nghi lễ tôn giáo trong nhiều năm nữa, hoặc đón đầu việc đưa đứa con mới sinh của mình vào Harvard. Chúng có những loại giá trị thấp tới 25 đô la, khiến chúng trở thành món quà lý tưởng cho con cháu. Với những nhà đầu tư có thể tự tin đặt ra một số tiền mặt để không động tới trong nhiều năm, các "trái phiếu thu lợi" (I-bond) được bảo vệ khỏi lạm phát mới đây cho một tỷ suất lợi tức hấp dẫn vào khoảng 4%. Để biết thêm, hãy xem WWW. savi ngsbonds.gov.

VƯỢT RA KHỎI CHÚ SAM Chứng khoán thê chấp [bất động sản] (mortgage security). Được tập trung từ hàng nghìn sự thế chấp trên khắp nước Mỹ; các trái phiếu này được phát hành bởi những cơ quan như Hiệp hội Thế chấp Quốc gia của Liên bang (Federal National Mortgage Association - "Fannie Mae") hoặc Hiệp hội Thế chấp Quốc gia của Chính phủ (Government National Mortgage Association - "Ginnie Mae"). Tuy nhiên, do chúng không được Kho bạc Mỹ bảo hộ, nên chúng sẽ được bán với tỷ suất lợi tức cao hơn để thể hiện mức rủi ro lớn hơn. Các trái phiếu thế chấp thường hoạt động kém khi các mức lãi suất giảm và bùng nổ khi lãi suất tăng. (Tính về lâu dài, những thay đổi này thường hòa nhau và tỷ suất lợi tức trung bình lớn hơn sẽ được thanh toán.) Các quỹ trái phiếu tốt có từ Vanguard, Fidelity, và Pimco. Nhưng nếu có bao giờ một nhà môi giới định bán cho bạn một trái phiếu thế chấp đơn lẻ hoặc một "CMO"[116]f bạn hãy bảo anh ta là bạn muộn giờ hẹn với bác sĩ nội khoa của bạn rồi.

Bảo hiểm niên kim (annuity). Các đầu tư kiểu bảo hiểm này giúp bạn hoãn thuế hiện tại và có được một luồng thu nhập sau khi bạn nghỉ hưu. Các hợp đồng niên kim cố định cho mức chi trả cố định; những hợp đồng niên kim không cố định thì cho mức chi trả thay đổi. Nhưng những gì nhà đầu tư phòng vệ thật sự cần phòng vệ ở đây là các những nhân viên bảo hiểm gây sức ép, nhà môi giới chứng khoán, và những nhà hoạch định tài chính bán rao niên kim với giá cao một cách tham tàn. Trong hầu hết các trường hợp, chi phí cao của việc sở hữu một niên kim - bao gồm các "phí từ bỏ" gặm nhấm những lần rút tiền sớm của bạn - sẽ lấn át các lợi thế của nó. Một ít niên kim tốt cần được mua chứ không phải bán,[ễ] nếu một khoản niên kim đem về tiền hoa hồng béo bở cho người bán, thì khả năng là nó sẽ đem về kết quả kém cỏi cho người mua. Hãy chỉ xem xét những khoản bạn có thể mua từ các nhà cung cấp với giá thật thấp như Ameritas, TIAA- CREF, và Vanguard[117].

Các cổ phiếu ưu đãi. Các cổ phần ưu đãi là sự đầu tư tệ cả đôi đường. Chúng kém an toàn hơn so với trái phiếu, vì chúng chỉ đứng thứ hai về quyền lợi đối với tài sản công ty nếu công ty đó phá sản. Và chúng có khả năng lợi nhuận kém hơn cổ phiếu thường vì các công ty thường "thu hồi" (tức là ép mua lại) các cổ phần ưu đãi của mình khi các mức lãi suất giảm hoặc đánh giá tín nhiệm của chúng tăng lên. Khác với việc thanh toán lãi suất với hầu hết các

trái phiếu của nó, một công ty phát hành không thể khấu trừ các khoản thanh toán cổ tức ưu đãi khỏi biên lai thuế công ty của mình. Bạn hãy tự hỏi mình: Nếu công ty này đủ khỏe mạnh để xứng đáng cho tôi đầu tư , thì tại sao nó lại trả khoản cổ tức béo bở cho cổ phiếu ưu đãi của mình thay vì phát hành trái phiếu và được giảm thuế? Có khả năng câu trả lời sẽ là công ty này không khỏe, thị trường cho các trái phiếu của nó đang bị thừa mứa, và bạn nên tiếp cận các cổ phần ưu đãi của nó như cách bạn tiếp cận một con cá chết không được ướp lạnh vậy.

CỔ phiếu thường. Một lần truy cập một trang tìm kiếm cổ phiếu tại http://screen.yahoo.com/stocks.html vào đầu năm 2003 cho thấy rằng 115 cổ phiếu trong chỉ số 500 cổ phiếu của Standard & Poor's có tỷ suất cổ tức là 3,0% hoặc cao hơn. Không có nhà đầu tư thông minh nào, cho dù có thèm khát lợi tức thế nào, lại mua một cổ phiếu chỉ vì cổ tức của nó; công ty và sự kinh doanh của nó phải vững chắc, và giá cổ phiếu của nó phải hợp lý. Nhưng, nhờ thị trường giá xuống bắt đầu từ năm 2000, nhiều cổ phiếu hàng đầu hiện giờ có tỷ suất lợi tức cao hơn cả trái phiếu kho bạc. Thế nên cả những cả nhà đầu tư thận trọng nhất cũng nên nhận ra rằng việc cho những cổ phiếu chọn lọc vào một danh mục đầu tư toàn trái phiếu hoặc hầu hết là trái phiếu có thể tăng tỷ suất lợi tức của nó - và tăng mức sinh lợi tiềm năng của nó[118].

CHƯƠNG 5 Nhà đầu tư phòng vệ và cô’ phiếu thường Những ưu điểm đâu tir của các cố phiếu thường Trong lần xuất bân sách đău tiên (1949) chúng tôi thẩy tại điểm này căn phải đưa vào một bài dài trình bày về trường hợp có thể đưa thêm một thành phần cổ phiếu thường đáng kể vào trong tất cả các danh mục đầu tư[119]. cồ phiếu thường hay bị coi là mang tính đău cơ cao và do đó không an toàn; chúng đã giảm giá đáng kể từ các mức cao của năm 1946, nhưng đáng lẽ lôi cuốn các nhà đầu tư với mức giá hợp lý của chúng, sự giãm giá này đã có tác dụng ngược lại, làm suy yếu niềm tin vào các chứng khoán vốn cổ đông. Chúng tôi đã nhận xét về tình huống ngược lại đã phát triển trong 20 năm sau đó, khi mà sự tăng giá cổ phiếu khá lớn đã khiến chúng có vẻ là những thứ đău tư an toàn và thu lợi tại các mức giá cao kỷ lục, song thực ra các mức giá ấy có lẽ mang theo chúng một mức độ rủi ro khá lớn[120].

Lập luận mà chúng tôi sử dụng để ủng hộ các cổ phiếu thường vào năm 1949 có hai điểm chính. Thứ nhất là chúng có mức bảo vệ tương đối đối với sự xói mòn đồng đô la của nhà đầu tư do lạm phát, trong khi trái phiếu không có bất kỳ sự bảo vệ nào. Lợi thế thứ hai của của cổ phiếu thường nằm ở chỗ chúng có mức sinh lợi trung bình cao hơn cho nhà đầu tư sau nhiều năm. Điều này được tạo ra bởi cả mức lợi nhuận cổ tức trung bình vượt qua mức lợi tức trên các trái phiếu tốt, lẫn xu hướng cơ bản của giá trị thị trường là tăng sau mỗi năm do hệ quả của sự tái đầu tư các lợi nhuận chưa phân phối.

Mặc dù hai lợi thế này có tầm quan trọng lớn - và chúng đã cho cổ phiếu thường thành tích tốt hơn nhiều so với trái phiếu trong quá khứ dài hạn - chúng tôi đã không ngừng cảnh báo rằng các lợi ích này có thể bị mất nếu người mua cổ phiếu trả giá quá cao cho các cổ phần của mình. Đây đúng là những gì đã diễn ra vào năm 1929, và đã cần 25 năm để mức thị trường trèo trở lại lên cái gờ mà từ đó nó đã rơi xuống vực vào những năm 1929-1932[121]. Từ năm 1957, các cổ phiếu thường lại một lần nữa, do các mức giá cao của mình, đã mất đi lợi thế truyễn thống ờ tỷ suất cổ tức so với mức lãi suất của trái phiếu[122]. Chỉ còn chờ xem yếu tố lạm phát và yếu tố phát triển kinh tẽ có đên bù cho diễn biến trái chiều quan trọng này trong tương lai hay không.

Hẳn bạn đọc sẽ thấy rõ ràng rằng chúng tôi không nhiệt tình với các cổ phiếu thường tại mức chỉ số 900 DJIA vào cuối năm 1971. Với những lý do đã đưa ra[123], chúng tôi cảm thấy rằng nhà đầu tư phòng vệ không thể không có một phần đáng kê’ các cổ phiếu thường trong danh mục đău tư của mình, kê’ cã nẽu anh ta phải coi chúng chỉ là đỡ tệ hơn trong hai điêu tệ - điều tệ nhất là những rủi ro đi kèm với một danh mục toàn trái phiếu.

Các quy tắc cho thành phân cổ phiếu thường Việc lựa chọn các cổ phiếu thường cho danh mục đầu tư của nhà đầu tư phòng vệ nên là một công việc tương đối đơn giản, ở đây, chúng tôi sẽ gợi ý bốn quy tắc để làm theo:

1. Nên có đủ, nhưng không được quá thừa, sự đa dạng. Điều này có nghĩa là sở hữu ít nhất là mười và nhiều nhất là ba mươi cổ phiếu phát hành khác nhau[124].

2. Mỗi công ty được chọn nên là công ty lớn, nổi bật và được tạo nguồn vốn một cách thận trọng. Mặc dù các tính từ này rất trừu tượng, ý nghĩa chung của chúng rất rõ ràng. Các nhận định về điểm này được thêm vào ở cuối chương.

3. Mỗi công ty nên có thành tích lâu dài về việc thanh toán cổ tức liên tục. (Tất cả những cổ phiếu phát hành có tên trong chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones đạt được chỉ tiêu cổ tức này trong năm 1971.) Để nói cụ thể về điểm này, chúng tôi gợi ý thời điểm thanh toán cổ tức liên tục phải bắt đầu ít nhất là từ năm 1950[125]ẽ 4. Nhà đầu tư nên thiết lập một chút giới hạn lên mức giá anh ta sẽ trả cho một cổ phiếu được phát hành, tính theo lợi nhuận trung bình của nó trong khoảng, chẳng hạn là bảy năm. Chúng tôi đề xuất giới hạn được đặt ra là 25 lần số lợi nhuận này, và không quá 20 lần cổ tức của giai đoạn 12 tháng gần nhất. Nhưng sự giới hạn như thế sẽ loại đi gần như tất cả những công ty lạ lùng nhất và đưa ưa chuộng nhất khỏi danh mục đầu tư. Đặc biệt, nó hầu như sẽ cấm hẳn các "cổ phiếu tăng trưởng", là thứ trong nhiều năm đã là món ưa thích của cả các nhà đầu cơ lẫn các tổ chức đầu tư. Chúng tôi cần phải đưa ra lý do của mình khi đe ra sự loại bỏ quyết liệt này.

CÔ phiếu tảng trưởng và nhà đầu tư phòng vệ Khái niệm "cổ phiếu tăng trưởng" được áp dụng cho các cổ phiếu đã tăng lợi tức trên mỗi cổ phần của mình trong quá khứ với mức cao hơn cho các cổ phiếu thường nói chung và được trông đợi sẽ tiếp tục tăng như vậy trong tương lai. (Có một số chuyên gia cho rằng một cổ phiếu tăng trưởng thật sự phải được trông đợi tăng ít nhất gấp đôi lợi tức trên mỗi cổ phần của nó trong mười năm - tức là tăng với mức tổng hợp hằng năm là 7,1%[126]). Rõ ràng là các cổ phiếu loại này rất hấp dẫn để mua và sở hữu, với điều kiện mức giá trả không quá cao. Hẳn nhiên, vấn đe nằm ở đó, vì các cổ phiếu tăng trưởng từ lâu đã được bán với mức giá cao so với lợi tức hiện tại và ờ các hệ số nhân cao hơn so với lợi nhuận trung bình của chúng trong một thời kỳ quá khứ. Điều này đem tới yếu tố đầu cơ đáng kể trong bức tranh về cổ phiếu tăng trưởng và khiến các hoạt động thành cồng trong lĩnh vực này trở nên hoàn toàn không đơn giản.

Cổ phiếu tăng trưởng hàng đầu từ lâu đã là International Business Machines, và nó đã đem tới những phần thưởng phi thường cho những ai đã mua nó từ nhiều năm trước và giữ chặt lấy nó. Nhưng chúng tôi đã chỉ ra[127] rằng "cái tốt nhất trong các cổ phiếu thường này" thật ra đã mất 50% giá thị trường của nó trong giai đoạn sụt giảm sáu tháng trong những năm 1961-62 và cũng gần như vậy vào 1969- 70. Các cổ phiếu tăng trưởng khác còn yếu hơn đối với những diễn biến bất lợi; trong một số trường hợp không chỉ giá cả giảm mà cả lợi tức cũng giảm, tạo ra sự bất an gấp đôi cho người sở hữu. Một ví dụ thứ hai rất tốt cho mục đích của chúng tôi là Texas Instruments, trong sáu năm tăng từ 5 lên đến 256, mà không trả cổ tức, trong khi mức lợi tức của nó tăng từ 40 xu lên tới 3,91 đô la một cổ phần. (Lưu ý rằng mức giá đã tăng nhanh gấp năm lần lợi nhuận; điều này là đặc trưng của các cổ phiếu thường được ưa chuộng.) Nhưng hai năm sau mức lợi tức đã giảm gần 50% và giá giảm gần bốn phần năm, xuống 49[128].

Người đọc sẽ hiểu từ các ví dụ này, tại sao chúng tôi coi cổ phiếu tăng trưởng nói chung là một cỗ máy quá mập mờ và liều lĩnh đối với nhà đầu tư phòng vệ. Tất nhiên, những điều kỳ diệu có thể được tạo ra bởi những lựa chọn cá nhân đúng đắn, mua ở mức vừa phải, và rồi bán sau khi tăng giá rất lớn và trước lúc có thể xảy ra giảm giá. Nhưng nhà đầu tư trung bình không thể kỳ vọng đạt được điều này nhiều hơn hy vọng thấy tiền mọc trên cây. Ngược lại, chúng tôi nghĩ nhóm các công ty lớn tương đối ít được ưa chuộng, và do đó có thể được mua với các hệ số lợi tức[129] hợp lý, lại đưa ra một phạm vi lựa chọn rất vững chắc, mặc dù không nổi bật, cho công chúng. Chúng tôi sẽ minh họa ý tưởng này trong chương về chọn lọc danh mục đầu tư của mình.

Những thay đổi trong danh mục đầu tư Việc kiểm tra định kỳ danh sách tất cả các chứng khoán để xem chất lượng của chúng có thể được tăng không hiện giờ là một thông lệ chuẩn mực. Đây tất nhiên là một phần dịch vụ chính được những nhà tư vấn đầu tư cung cấp cho khách hàng. Hầu hết các tổ chức môi giới sẵn sàng đưa ra những lời khuyên tương ứng mà không lấy một phí đặc biệt nào để đổi lấy kinh doanh bằng hoa hồng sau đó. Song một số tổ chức môi giới duy trì các dịch vụ đầu tư trên cơ sở trả phí.

Giả định là nhà đắu tư phòng vệ của ta sẽ nhận được - ít nhất mỗi năm một lần - cùng kiểu lời khuyên về việc thay đổi danh mục đầu tư như khi anh ta tìm kiếm chỗ đắu tư tiền của mình và nhận được cam kết. Vì bản thân anh ta không có nhiều tính chuyên nghiệp đề có thể trông cậy vào, điều quan trọng là anh ta chỉ giao phó bản thân mình cho những công ty có thanh danh lớn nhất; nếu không, anh ta rất dễ rơi vào những bàn tay kém cỏi hoặc cầu thả. Bất luận thế nào, quan trọng là mỗi lần tham khảo ý kiến, anh ta phải nói rõ cho nhà tư vấn rằng anh ta muốn bám sát bốn quy tắc lựa chọn cổ phiếu thường đã được đưa ra trong chương này. Giả dụ nếu danh sách của anh ta đã được lựa chọn một cách thích đáng lần đầu rồi, thì không cần thay đổi thường xuyên hoặc nhiều lần[130].

Bình quân chi phí đô la Sở Giao dịch Chứng khoán New York đã dành tương đối nhiều nỗ lực vào việc phổ biến "kế hoạch giao dịch hằng tháng" của mình, theo đó một nhà đầu tư sẽ đặt cùng một lượng đô la mỗi tháng vào việc mua một hoặc nhiều loại cổ phiếu thường. Đây là sự áp dụng một kiểu đặc biệt của việc "đầu tư theo công thức" được gọi là bình quân chi phí đô la (dollar-cost averaging). Trong lần thị trường chủ yếu là đi lên kể từ năm 1949, kết quả từ phương pháp như vậy thường chắc chắn là rất thỏa mãn, nhất là vì chúng ngăn người thực hiện tập trung vào việc mua không đúng thời điểm.

Trong bài nghiên cứu tổng quan của Lucile Tomlinson về các phương pháp đẩu tư theo công thức[131], tác giả đã thể hiện sự tính toán các kết quả của việc bình quân chi phí đô la trong nhóm các cổ phiếu tạo thành chỉ số công nghiệp Dow Jones. Các phép kiểm định này bao trùm 23 khoảng mua mười năm, khoảng đầu tiên kết thúc vào năm 1929 và khoảng cuối cùng kết thúc vào năm 1952. Mỗi kiểm định cho biết lợi nhuận hoặc vào lúc kết thúc khoảng mua hoặc trong vòng năm năm sau đó. Mức trung bình cho thấy lợi nhuận vào cuối 23 khoảng mua này là 21,5%, không tính cổ tức nhận được. Không cần phải nói cũng biết, rằng

trong một số trường hợp có sự giảm tạm thời tương đối lớn của giá thị trường. Bà Tomlinson đã kết thúc thảo luận của mình về công thức đầu tư siêu đơn giản này bằng một câu rất ấn tượng: "Chưa ai phát hiện ra được công thức đầu tư nào có thể sử dụng với niềm tin lớn như vậy về thành cồng hoàn toàn, mặc cho những gì xảy ra với giá cả chứng khoán, như bình quân chi phí đô la."

Có thể phản đối rằng bình quân chi phí đô la, mặc dù về mặt quy tắc thì vững chắc, song khá là thiếu thực tế khi sử dụng, vì có rất ít người có hoàn cảnh khiến có họ có thể đủ tiền để đầu tư vào cổ phiếu thường một lượng như nhau mỗi năm trong, chẳng hạn, 20 năm. Với tôi, có vẻ lời phản đối rõ ràng này đã mất nhiều sức thuyết phục của nó trong những năm gần đây. Các cổ phiếu thường đang dần được chấp nhận là một phần của một chương trình đầu tư tiết kiệm vững chắc. Do đó, việc mua cổ phiếu thường một cách hệ thống và đồng bộ hiện nay không gặp khó khăn tâm lý hay tài chính nào nhiều hơn so với việc tương tự là mua liên tục các trái phiếu tiết kiệm Mỹ và bảo hiểm nhân thọ - mà chúng sẽ bổ sung cho việc mua cổ phiếu. Lượng hằng tháng có thể nhỏ, nhưng kết quả sau 20 năm hoặc hơn nữa có thể rất ấn tượng và quan trọng đối với người tiết kiệm.

Hoàn cảnh riêng của nhà đầu tư Vào đâu chương này chúng tôi nhắc qua tới vị thế của người sở hữu danh mục đầu tư cá nhân. Hãy để chúng tôi quay lại việc này, dưới ánh sáng của thảo luận sau đó về phương pháp chung. Các loại chứng khoán được nhà đầu tư chọn lựa nên thay đổi tới mức nào theo hoàn cảnh của anh ta? Để làm ví dụ cụ thể thể hiện những hoàn cảnh khác nhau hoàn toàn, chúng tôi sẽ lấy: (1) một góa phụ được nhận 200.000 đô la để nuôi bản thân và con cái; (2) một bác sĩ thành công đang ở giai đoạn giữa của sự nghiệp, với khoản tiết kiệm là 100.000 đô la và mỗi năm bồi đắp thêm 10.000 đô la,[Ẽ] và (3) một người đàn ông trẻ kiếm 200 đô la một tuần và tiết kiệm được 1.000 đô la một năm[132].

Với người góa phụ, vấn đề về việc sống bằng thu nhập của mình là rất khó. Mặt khác, sự thận trọng trong đầu tư của bà là vô cùng cần thiết. Việc chia đều quỹ của bà giữa trái phiếu Mỹ và các cổ phiếu thường hàng đầu là sự dàn xếp giữa các mục tiêu này và tuân theo quy tắc chung của chúng tôi dành cho những nhà đầu tư phòng vệ. (Thành phần cổ phiếu có thể lên tới 75% nếu nhà đầu tư được chuẩn bị tâm lý cho quyết định này, và nếu bà gần như chắc chắn mình không mua ở mức giá quá cao. Rõ ràng đây không phải là hoàn cảnh vào đầu năm 1972).

Chúng tôi không loại trừ khả năng là góa phụ có thể đạt tiêu chuẩn làm một nhà đầu tư xông xáo, trong trường hợp đó các mục tiêu và phương thức của bà sẽ hoàn toàn khác. Một điều mà bà không được làm là tận dụng các cơ hội đầu cơ để "kiếm thêm thu nhập". Theo ý của chúng tôi đó là việc thử kiếm lợi nhuận hoặc thu nhập cao mà thiếu trang bị cần thiết để đảm bảo cho niềm tin tuyệt đối vào sự thành công tổng thể. Sẽ là tốt hơn nhiều nếu bà ta rút 2.000 đô la một năm khỏi số vốn của mình, để bù đắp chi tiêu đời sống hơn là đánh liều đem một nửa số tiền đó vào các giao dịch mạo hiểm có cơ sở yếu kém và do đó mang tính đầu cơ.

Ông bác sĩ thành đạt không có những sức ép và sự bó buộc như của người góa phụ, tuy nhiên chúng tôi vẫn tin rằng các lựa chọn của ông ta cũng gần giống như vậy. Ông ta có quan tâm thật sự tới việc đầu tư? Nếu ông ta không có máu bốc đồng hay nhạy bén, ông ta sẽ phải cố gắng hết sức đề chấp nhận vai trò dễ dàng của nhà đấu tư phòng vệ. Cách phân bổ danh mục đầu tư của ông ta do đó không khác gì cách phân chia của người góa phụ "thông thường", và có cùng phạm vi lựa chọn riêng trong việc cố định kích thước của thành phần cổ phiếu. Các khoản tiết kiệm hàng năm cũng nên được đầu tư theo cùng một tỷ lệ như tổng quỹ tiền.

Một bác sĩ trung bình có nhiều khả năng trở thành nhà đầu tư mạnh bạo so với người góa phụ, và anh ta có lẽ sẽ dễ thành công hơn khi đảm nhận vai trò đó. Tuy nhiên, anh ta sẽ có một nhược điểm quan trọng - thực tế là anh ta có ít thời gian rỗi để dành cho việc học đầu tư và quản lý quỹ của mình. Thật vậy, những người trong ngành y thường nổi tiếng là không thành công trong các giao dịch chứng khoán của mình. Lý do cho việc này là họ thường có thừa tự tin vào sự thông minh của bản thân và rất mong muốn kiếm mức sinh lợi tốt cho tiền của mình, mà không nhận ra rằng để thành công thì cần có cả sự chú ý đáng kể vào việc này lẫn phương pháp tiếp cận khá chuyên nghiệp đối với các giá trị chứng khoán.

Cuối cùng, người đàn ông trẻ tiết kiệm được 1.000 đô la một năm - và hy vọng dần dần kiếm nhiều hơn - sẽ thấy mình cũng có những lựa chọn giống như trên, mặc dù là vì các lý do khác. Một lượng tiền tiết kiệm của anh ta nên được tự động đặt vào các trái phiếu loạt E. Số dư là khiêm tốn đến nỗi nó hầu như không đáng để anh ta phải qua một khóa học đầy căng thẳng về giáo dục và tâm lý để đủ tiêu chuẩn trở thành một nhà đầu tư xông xáo. Do đó việc đơn giản là sử dụng chương trình chuẩn của chúng tôi cho nhà đầu tư phòng vệ sẽ là phương châm dễ dàng nhất và hợp lý nhất.

Chúng ta đừng quên bản tính con người tại điểm này. Tài chính có sức hút lớn với nhiều người trẻ thông minh có lượng tiền bạc giới hạn. Họ muốn trở nên vừa thông minh vừa mạnh bạo trong việc định hướng các khoản tiết kiệm của mình, mặc dù thu nhập từ đầu tư đối với họ kém quan trọng hơn nhiều so với tiền lương. Thái độ này hoàn toàn tốt. Đối với nhà tư bản trẻ, sớm bắt đầu việc học tập và trải nghiệm tài chính là một lợi thế lớn. Nếu anh ta sẽ hoạt động như một nhà đấu tư xông xáo, anh ta chắc chắn sẽ gặp phải những sai sót và chịu thua lỗ. Người trẻ có thể chịu được sự thất vọng đó và thu lợi từ nó. Chúng tôi rất khuyến khích người mới bắt đầu việc mua chứng khoán không lãng phí các nỗ lực và tiền bạc của mình trong việc thắng thị trường. Hãy để anh ta nghiên cứu các giá trị chứng khoán và thử nghiệm ban đầu cách suy xét của mình về giá so với giá trị bằng một số vốn nhỏ nhất có thể.

Do đó chúng tôi quay lại với nhận xét đã đưa ra ở đầu, rằng các loại chứng khoán đề mua và tỷ suất sinh lợi đang tìm kiếm không phụ thuộc vào nguồn lực tài chính của nhà đầu tư, mà vào các công cụ tài chính của anh ta xét về kiến thức, kinh nghiệm và tính khí.

Lưu ý vẽ khái niệm "rủi ro”

Thông thường mà nói thì trái phiếu tốt thường ít rủi ro hơn cổ phiếu ưu đãi tốt và cổ phiếu ưu đãi tốt thì ít rủi ro hơn cổ phiếu thường tốt. Từ đó đã nảy sinh một thành kiến phổ biến đối với các cổ phiếu thường bởi vì chúng không "an toàn", điều đã được thể hiện trong điều tra năm 1948 của Hội đồng Dự trữ Liên bang. Chúng tôi muốn chỉ ra rằng các từ "rủi ro" và "an toàn" được áp dụng vào chứng khoán theo hai nghĩa khác nhau, kết quả là gây nhầm lẫn trong suy nghĩ.

Một trái phiếu được chứng tỏ rõ ràng là không an toàn khi nó không được trả lai hay vốn ban đầu. Tương tự, nếu một cổ phiếu ưu đãi hoặc thậm chí là một cổ phiếu thường được mua với kỳ vọng rằng mức cổ tức đã cho sẽ được duy trì, thì việc giảm hoặc bỏ qua không trả cổ tức sẽ chứng tỏ là nó không an toàn.

Điêu cũng đúng khi nói rằng một vụ đầu tư có rủi ro nếu có khả năng tương đối rằng người nắm giữ cổ phiếu phải bán ở thời điểm mà giá thấp hơn giá họ đã mua vào.

Mặc dù vậy, ý niệm về rủi ro thường được mở rộng ra để áp dụng cho khả năng giảm giá của một chứng khoán, kể cả nếu sự giảm này có bản chất chu kỳ và tạm thời, và kể cả nếu người nắm giữ ít có khả năng bị buộc phải bán những lúc như vậy. Các cơ hội này hiện diện trong tất cả các chứng khoán, trừ các trái phiếu tiết kiệm Mỹ; và ở mức độ lớn hơn, hiện diện trong toàn bộ các cổ phiếu thường nói chung hơn là một nhóm các cổ phiếu cấp cao. Nhưng chúng tôi tin rằng những gì nói tới ở đây không phải là rủi ro thật sự theo nghĩa có ích của khái niệm đó. Một người nắm giữ thế chấp của một nhà xưởng có thể phải chịu lỗ lớn nếu anh ta bị ép phải bán trong thời điểm bất lợi. Yếu tố này không được tính tới trong việc đánh giá sự an toàn hoặc rủi ro của các khoản nợ thế chấp bất động sản thông thường, mà tiêu chuẩn đánh giá duy nhất là sự chắc chắn về các thanh toán đúng hạn. Tương tự như vậy, rủi ro của một thương vụ kinh doanh bình thường được đo bằng khả năng nó bị mất tiền, không phải đo bằng những gì sẽ xảy ra nếu người chủ bị buộc phải bán.

Trong chương 8, chúng tôi sẽ nêu ra ý kiến của mình rằng nhà đầu tư trung thực sẽ không mất tiền chỉ vì giá thị trường của các cổ phần của anh ta giảm; do đó việc có thể’ xảy ra sự giảm giá không có nghĩa là anh ta có nguy cơ thua lỗ thật sự. Nếu một nhóm đầu tư cổ phiếu thường được chọn lọc kỹ tạo ra mức sinh lợi tổng thể thỏa đáng, khi đo qua khá nhiều năm, thì nhóm đầu tư này đã chứng tỏ mình là "an toàn". Trong khoảng thời gian ấy, giá trị thị trường của nó chắc chắn sẽ dao động, và khả năng nó sẽ được bán dưới mức chi phí của người mua vào trong một thời gian nào đó. Nếu điều đó khiến đầu tư trở nên có "rủi ro", thì nó phải được gọi là rủi ro và an toàn đồng thời. Sự lẫn lộn này có thể tránh được nếu chúng ta áp dụng khái niệm rủi ro chỉ là sự mất giá trị thông qua việc bán thật, xảy ra do sự giảm sút đáng kể vị trí của công ty - hoặc có lẽ thường xuyên hơn, là kết quả của việc mua với giá quá cao so với giá trị thực của một chứng khoán[133].

Nhiều cổ phiếu thường lại có rủi ro của việc giảm sút như vậy. Nhưng luận điểm của chúng tôi là một hình thức đầu tư nhóm cổ phiếu thường, được thực hiện kỹ lưỡng sẽ không có rủi ro thật sự nào kiểu này và nó không nên được gọi là "rủi ro" chỉ vì yếu tố dao động giá.

Nhưng rủi ro đó sẽ hiện hữu nếu có nguy cơ rằng giá cả của nó hóa ra là quá cao so với các tiêu chuẩn giá trị nội tại - ngay cả khi nếu như bất kỳ sự giảm giá thị trường nghiêm trọng nào có thể được bù đắp trong nhiều năm sau.

Lưu ý về tiêu chí các "công ty lớn, nổi bật, và được huy động vốn một cách thận trọng”

Cụm từ được trích ở trên đã được dùng ở đầu chương để miêu tả loại cổ phiếu thường mà nhà đầu tư thận trọng nên giới hạn việc mua - với điều kiện chúng đã chi trả cổ tức liên tục trong nhiều năm. Cách đánh giá dựa trên các tính từ này luôn mập mờ. Đâu là ranh giới cho quy mô to nhỏ, cho sự nổi bật, và cho sự thận trọng của một cơ cấu tài chính? Với điểm cuối cùng, chúng tôi có thể gợi ý một tiêu chuẩn cụ thể, tuy còn tùy tiện, nhưng tuân theo cách nghĩ được chấp nhận rộng rãi. Hoạt động huy động vốn của một công ty cồng nghiệp được coi là không thận trọng nếu như các cổ phiếu thường (tại giá trị trên sổ sách) không chiếm ít nhất một nửa của tổng số tiền vốn hóa, bao gồm cả nợ ngân hàng[134]. Với một công ty đường sắt hoặc tiện ích cồng cộng thì con số này ít nhất phải là 30%ẵ Các từ "lớn" và "nổi bật" có ý nói về mặt kích thước thực kết hợp với vị thế dẫn đầu trong ngành. Những công ty như vậy thường được gọi là "hàng đầu"; tất cả các cổ phiếu thường khác do đó được gọi là "thứ cấp", trừ một điều là các cổ phiếu tăng trưởng thường được đặt vào một loại riêng bởi những ai mua chúng như vậy. Để cung cấp yếu tố cụ thể ở đây, hãy để chúng tôi gợi ý rằng "lớn" theo khái niệm ngày nay là một công ty phải có 50 triệu đô la từ việc tài sản hoặc làm ra 50 triệu đô la kinh doanh[135]. Một lần nữa, để "nổi bật" thì một công ty phải xếp hạng trong khoảng một phần tư hoặc một phần ba từ trên đầu trở xuống theo kích thước trong nhóm ngành của nó.

Tuy nhiên, sẽ rất ngớ ngẩn nếu cứ khăng khăng dựa trên các tiêu chuẩn tùy tiện như vậy. Chúng chỉ được đưa ra để hướng dẫn cho những ai có lẽ muốn có sự hướng dẫn. Nhưng bất kỳ quy tắc nào mà nhà đầu tư muốn đặt ra cho mình mà không vi phạm tới ý nghĩa thông thường được chấp nhận của từ "lớn" và "nổi bật" cũng đêu có thể chấp nhận được. Theo bản chất của tình huống thì sẽ có một nhóm lớn các công ty mà trong đó có một số công ty sẽ được đưa vào và một số công ty khác không được đưa vào danh sách các công ty thích hợp cho việc đầu tư phòng vệ. Không có thiệt hại gì trong sự đa dạng ý kiến và hành động như vậy. Quả thật, nó còn có tác dụng tốt đối với các điều kiện thị trường chứng khoán, vì nó cho phép sự phân hóa dãn dãn hoặc chuyên tiếp giữa các tiêu chuẩn của các cổ phiếu phát hành hàng đầu và thứ cấp.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 5 Hạnh phúc của con người không hẳn là sinh ra từ các Mảnh may mắn lớn thỉnh thoảng mới xảy đến, mà từ những Lợi thế nhỏ xảy ra hàng ngày.

- Benjamin Franklin Sự PHÒNG VỆ TỐT NHẤT LÀ MỘT cuộc TẤN CÔNG MẠNH Sau vụ "thảm sát" thị trường cổ phiếu trong một vài năm qua, tại sao bất kỳ nhà đầu tư thận trọng nào vẫn sẽ đặt thêm một đồng nào vào cổ phiếu cơ chứ?

Trước hết, hãy nhớ tới sự nhấn mạnh của Graham rằng mức độ phòng vệ của bạn phải phụ thuộc vào sự sẵn sàng bỏ thời gian công sức vào danh mục đầu tư của mình, hơn là khả năng chịu rủi ro của mình. Và nếu bạn làm đúng cách, đầu tư cổ phiếu cũng dễ dàng như đặt tiền của mình vào trái phiếu và tiền mặt. (Như chúng ta sẽ thấy trong chương 9, bạn có thể mua một quỹ đầu tư theo chỉ số thị trường chứng khoán mà không mất nhiều nỗ lực hơn việc mặc quần áo vào buổi sáng).

Giữa lúc thị trường giá xuống bắt đầu vào năm 2000, cũng dễ hiểu nếu bạn cảm thấy bị bỏng - và nếu đến lượt nó, cảm giác này khiến bạn quyết tâm không bao giờ mua cổ phiếu nữa. Theo như một câu tục ngữ Thổ Nhĩ Kỳ cổ thì "Sau khi bạn bỏng mồm vì sữa nóng, bạn có thể thổi nó bằng sữa chua của bạn". Vì vụ sụp đổ những năm 2000-2002 quá tồi tệ, nhiều nhà đầu tư giờ đây coi cổ phiếu là cực kỳ rủi ro; nhưng ngược đời thay, chính vụ sụp đổ đã lấy bớt đi rất nhiều rủi ro khỏi thị trường cổ phiếu. Trước đó nó là sữa nóng, nhưng bây giờ nó chỉ là sữa chua với nhiệt độ trong phòng mà thôi.

Khi nhìn nhận một cách logic, ngày nay quyết định sở hữu cổ phiếu hay không không liên quan gì tới bao nhiêu tiền bạn đã mất vì đã sở hữu chúng một vài năm trước. Khi các cổ phiếu có giá đủ hợp lý để tạo cho bạn lợi nhuận tương lai, bạn nên sở hữu chúng, mặc cho các thua lỗ chúng đã gây ra cho bạn trong quá khứ. Điêu này lại càng đúng hơn khi mà tỷ suất lợi nhuận của trái phiếu đang thấp, làm giảm mức sinh lợi tương lai của các đầu tư tạo thu nhập.

Như chúng ta đã thấy trong chương 3, các cổ phiếu (vào đầu năm 2003) chỉ có giá hơi cao so với các tiêu chuẩn lịch sử. Trong khi đó, tại các mức giá hiện tại, các trái phiếu cho tỷ suất lợi nhuận thấp đến nỗi những nhà đầu tư nào mua chúng tưởng chừng để giữ an toàn cho mình cũng giống như người hút thuốc nghĩ rằng mình có thể bảo vệ bản thân khỏi ung thư phổi bằng cách hút thuốc lá có ít nhựa độc. Cho dù bạn là nhà đầu tư phòng vệ đến mức độ nào - theo định nghĩa của Graham là ít quản lý, hoặc theo định nghĩa hiện đại là ít rủi ro - các giá trị của ngày nay khiến bạn phải dành ít nhất một số tiền của mình vào cổ phiếu.

May mắn thay, hiện nay để một nhà đầu tư phòng vệ mua cổ phiếu là dễ dàng hơn bao giờ hết. Và một danh mục đầu tư hoàn toàn tự động hóa cứ đều đặn hằng tháng đưa một ít tiền của bạn vào thực hiện các đầu tư đã định trước, có thể giúp bạn tránh được yêu cầu phải dành phần lớn cuộc đời mình vào việc lựa chọn cổ phiếu.

BẠN CÓ NÊN "MUA NHỮNG GÌ BẠN BIẾT"?

Nhưng trước hết hãy nhìn vào một thứ mà nhà đầu tư phòng vệ phải luôn phải bảo vệ chống lại: niềm tin rằng bạn có thể chọn được các cổ phiếu mà không cãn phải làm bài tập về nhà. Vào đầu những năm 1980 và 1990, một trong những khẩu hiệu đầu tư nổi tiếng nhất là "mua những gì bạn biết". Peter Lynch - người từ năm 1977 tới năm 1990 đã chèo lái Fidelity Magellan tới bản theo dõi kết quả tốt nhất mà một quỹ tương hỗ từng tạo nên - là người thuyết giáo uy tín nhất của lời dạy này. Lynch lý luận rằng các các nhà đầu tư nghiệp dư có một lợi thế mà các nhà đầu tư chuyên nghiệp đã quên cách dùng: "sức mạnh của tri thức thông thường". Nếu bạn phát hiện ra một nhà hàng, xe ô tô, thuốc đánh răng, hay quần bò mới rất tuyệt - hoặc nếu bạn đề ý thấy khu để xe ở một công ty gãn đây luôn đãy hoặc có người vẫn đang làm việc ở một trụ sở công ty, rất lâu sau khi chương trình của Jay Leno đã kết thúc[136]- thì bạn đã có sự hiểu biết cá nhân đối với một cổ phiếu mà một nhà phân tích hoặc nhà quản lý danh mục đầu tư chuyên nghiệp có khi không bao giờ thấy được. Như Lynch đã nói: 'Trong cả cuộc đời mua xe ô tô hoặc máy ảnh, bạn sẽ hình thành khả năng nhận biết cái gì tốt và cái gì kém, cái gì bán được và cái gì không... và điều quan trọng nhất là bạn biết điều đấy trước khi Phố Wall biết/'[137] Quy tắc của Lynch - "Bạn có thể vượt qua các chuyên gia nếu bạn sử dụng sự sắc sảo của mình khi đầu tư vào những công ty hoặc ngành mà bạn đã hiểu rồ" - không phải là hoàn toàn vô lý, và đã có hàng nghìn nhà đầu tư thu lời từ nó trong nhiều năm. Nhưng quy tắc của Lynch chỉ có thể có tác dụng nếu bạn làm theo cả hệ quả của nó: "Tìm thấy một công ty hứa hẹn chỉ là bước đầu. Bước tiếp theo là nghiên cứu về nó." Lynch nhấn mạnh rằng, không một ai nên đầu tư vào một công ty, cho dù các sản phẩm của nó tuyệt vời đến thế nào hay bãi đỗ xe của nó đông thế nào, mà không nghiên cứu các báo cáo tài chính của nó và ước tính giá trị kinh doanh của nó.

Không may là hầu hết những người mua cổ phiếu lại bỏ qua phần này.

Barbra Streisand, một ngôi sao kinh doanh trong ngày, đã hiện thân hóa cái cách mà người ta đã lạm dụng những lời dạy của Lynch. Vào năm 1999, cô đã nói nhảm rằng "Chúng tôi đi uống Starbucks mỗi ngày, nên tôi mua cổ phiếu của Starbucks." Nhưng cô nàng đóng trong nhạc kịch Funny Girl này đã quên rằng cho dù bạn có yêu những cốc cà phê cao và thon đó đến mức nào, bạn vẫn phải nghiên cứu các báo cáo tài chính của Starbucks đề chắc chắn rằng các cổ phiếu không bị ra giá quá cao như cà phê của nó vậy.

Vô số người mua cổ phiếu đã mắc cùng một sai lầm khi ôm vào một đống chứng khoán của Amazon.com chỉ vì họ yêu trang web đó, hoặc mua chứng khoán e*Trade chỉ vì đó là nhà môi giới trên mạng của họ.

Các "chuyên gia" cũng tạo niềm tin cho ý tưởng này. Trong một buổi phỏng vấn được chiếu trên truyền hình vào cuối năm 1999, nhà quản lý danh mục đầu tư Kevin Landis của quỹ Firsthand Funds được hỏi một cách đau khổ rằng "Anh làm điều đó như thế nào thế? Tại sao tôi không thể làm như anh được, Kevin?" (Từ năm 1995 đến cuối năm 1999, quỹ Firsthand Technology Value Fund tạo ra mức lãi trung bình hằng năm đáng kinh ngạc là 58,2%.) "Bạn cũng có khả năng làm được," Landis hót. "Tất cả những gì bạn thật sự cần chỉ là tập trung

vào những thứ bạn biết, và bám sát với một ngành, và nói chuyện với những người làm việc ở đó mỗi ngày."[138] Sự xuyên tạc đau đớn nhất của quy tắc Lynch xảy ra với những kế hoạch nghỉ hưu của các công ty. Nếu bạn phải "mua những gì bạn biết", thì còn đầu tư nào tốt hơn cho tài khoản 401 (k) của bạn bằng những cổ phiếu của chính công ty bạn? Xét cho cùng, bạn làm việc ở đấy; chẳng phải bạn biết nhiều hơn về công ty này so với bất kỳ người ngoài nào khác hay sao? Đáng buồn thay, các nhân viên của Enron, Global Crossing, và WorldCom - nhiều người đã đặt gần hết các tài sản nghỉ hưu của mình vào cổ phiếu của công ty, chỉ để bị mất trắng - đã học được rằng những người nội bộ thường chỉ có được ảo tưởng về hiểu biết chứ không phải hiểu biết thực sự.

Các nhà tâm lý, đứng đầu là Baruch Fischhoff của Đại học Carnegie Mellon, đã ghi lại một thực tế đáng ngại: việc trở nên quen thuộc hơn với một đối tượng không làm giảm đáng kể xu hướng cường điệu hóa của con người việc họ thực sự biết đến đâu về đối tượng đó[139]. Đó là lý do vì sao "đầu tư vào những gì bạn biết" lại có thể nguy hiểm đến thế; bạn càng biết nhiều thì bạn càng ít bới một chứng khoán ra để tìm khuyết điểm. Kiểu quá tin tai hại này gọi là "thiên vị nhà mình", tức là thói quen bám lấy những gì đã quen thuộc với mình:

Các nhà đàu tư cá nhân sở hữu gấp ba lần cổ phiếu của công ty điện thoại địa phương của họ hơn là của tất cả các công ty điện thoại khác cộng lại. Một quỹ tương hỗ điển hình sở hữu các cổ phiếu của những công ty có trụ sở gần hơn 115 dặm (185 km) với trụ sở chính của quỹ, so với các công ty Mỹ trung bình.

Các nhà đầu tư 401 (k) giữ từ 25% đến 30% các tài sản hưu của mình vào cổ phiếu của chính công ty của mình [140].

Tóm lại, sự quen thuộc sinh ra sự tự phụ. Trên kênh thời sự ti vi, có phải người hàng xóm, hoặc bạn thân, hoặc cha mẹ của kẻ tội phạm luôn là người nói với giọng rất sốc "Cậu ta là một người rất tốt mà" đó sao? Đó là vì khi chúng ta quá gần gũi với ai đó hoặc cái gì đó, chúng ta luôn chắc mầm những niềm tin của bản thân, thay vì nghi ngờ chúng như khi chúng ta xem xét một vấn đè xa cách hơn. Một cổ phiếu càng quen thuộc bao nhiêu, thì nó càng có khả năng biến một nhà đầu tư phòng vệ thành một người lười luôn nghĩ rằng mình không cần thiết phải làm bài tập về nhà. Đừng để điều đó xảy ra với bạn.

BẠN CÓ THỂ Tự LĂN KHÔNG?

May mắn thay, với một nhà đầu tư sẵn sàng làm bài tập cãn thiết để hình thành một danh mục đầu tư, thì đây là Kỷ nguyên Vàng: Chưa bao giờ trong lịch sử tài chính mà việc sở hữu chứng khoán lại rẻ và thuận tiện đến như vậy[141].

Hãy tự mình làm lấy. Thông qua các nhà môi giới trực tuyến chuyên môn hóa như kiểu www.sharebuilder.com,www.foliofn.com, và www.buyandhold.com, bạn có thể tự động mua các chứng khoán kế cả nếu bạn có rất ít tiền để bỏ ra. Những trang web này có phí thấp tới 4 đô la cho mỗi lần mua theo chu kỳ bất kỳ một cổ phiếu nào trong hàng ngàn các cổ

phiếu Mỹ mà họ có. Bạn có thể đầu tư vào mỗi tuần hoặc mỗi tháng, tái đầu tư cổ tức, và thậm chí là bỏ tiền của mình vào cổ phiếu thông qua việc rút tiền điện tử từ tài khoản ngân hàng của bạn, hoặc chi trả trực tiếp từ lương của bạn. Trang web Sharebuilder có phí khi bán cao hơn so với khi mua - để nhắc nhở bạn, như một cú đập vào mũi bạn bằng một tờ báo cuộn tròn lại, rằng việc bán nhanh là điều xấu trong đầu tư - trong khi FolioFN lại có công cụ theo dõi thuế rất xuất sắc.

Khác với những nhà môi giới truyền thống hay những quỹ tương hỗ thường không cho bạn vào cửa với số tiền ít hơn 2.000 hoặc 3.000 đô la, các công ty trực tuyến này không có số dư tài khoản tối thiểu và được thiết kế riêng cho những người mới đầu tư nào muốn đặt những danh mục đầu tư mới mẻ của mình theo chế độ tự động. Chắc chắn là phí giao dịch 4 đô la đã ăn mất một lượng 8% khổng lồ khỏi một đầu tư 50 đô la hằng tháng - nhưng nếu đấy là tất cả những gì bạn có thể bỏ ra, thì các trang web đầu tư cực nhỏ đó là nơi duy nhất để bạn tạo dựng một danh mục đầu tư đa dạng.

Bạn cũng có thể mua các cổ phiếu lẻ trực tiếp từ công ty phát hành ra chúng. Năm 1994, ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ (SEC) đã nới lỏng chiếc còng tay mà nó từ lâu đã đặt vào việc bán chứng khoán trực tiếp cho công chúng. Hàng trăm công ty đã phản ứng bằng cách tạo ra các chương trình dựa trên Internet để giúp nhà đầu tư mua cổ phiếu mà không phải thông qua nhà môi giới. Một số nguồn thông tin trực tuyến về việc mua chứng khoán trực tiếp bao gồm www.dripcentral.com,www.netstockdirect.com (một trang liên kết với Sharebuilder), và www.stockpower.com. Bạn có thể thường xuyên phải chịu một loạt các chi phí giao dịch vượt quá 25 đô la mỗi năm. Kể cả như vậy thì những chương trình mua chứng khoán trực tiếp cũng thường là rẻ hơn so với các nhà môi giới chứng khoán.

Tuy nhiên, bạn hãy cảnh giác rằng việc mua chứng khoán bằng những lượng tiền nhỏ xíu tăng dần trong nhiều năm liên tục có thể tạo ra những cơn đau đầu lớn vì thuế. Nếu bạn không chuẩn bị sẵn sàng một bản thống kê cố định và vô cùng chi tiết về các lần mua của mình, thì bạn đừng mua ngay từđầu. Cuối cùng, đừng đầu tư vào chỉ một thứ cổ phiếu - thậm chí là một vài thứ cổ phiếu khác nhau. Trừ phi bạn định rải những lằn cược của mình ra, bạn hoàn toàn không nên cược. Hướng dẫn của Graham về việc sở hữu từ 10 đến 30 thứ cổ phiếu là một điểm bắt đầu tốt cho những nhà đấu tư muốn tự chọn cổ phiếu cho mình, nhưng bạn phải chắc chắn rằng mình không bị ảnh hưởng quá nhiều bởi một ngành[142]. (Để biết thêm về cách chọn các cổ phiếu riêng lẻ để hình thành danh mục của bạn, hãy xem trang 135 và các chương 11,14 và 15).

Nếu sau khi bạn tạo ra một danh mục đầu tư trực tuyến tự động như vậy, bạn thấy mình tự kinh doanh hơn hai lần một năm - hoặc dành ra tổng cộng hơn một hoặc hai tiếng mỗi tháng cho các đầu tư của mình - thì đã có điều gì đó không ổn rồi. Đừng để sự dễ dàng và cảm giác cập nhật theo từng phút của Internet quyến rũ biến bạn thành một nhà đầu cơ. Một nhà đàu tư phòng vệ chạy - và thắng - cuộc đua bằng cách ngồi yên.

Tìm sự giúp đỡ. Một nhà đầu tư phòng vệ cũng có thể sở hữu cổ phiếu thông qua một nhà môi giới chi phí thấp[143], một nhà hoạch định tài chính, hoặc một nhà môi giới chứng khoán với đầy đủ dịch vụ. Với một nhà môi giới chi phí thấp, bạn sẽ cần phải tự chọn cổ phiếu; các hướng dẫn của Graham sẽ giúp bạn tạo ra một danh mục đầu tư lõi mà không cần nhiều sự quản lý và có những cơ hội cho mức sinh lợi đêu đặn toàn diện nhất. Mặt khác, nếu bạn không có đủ thời gian hoặc không có đủ sự quan tâm đề tự làm lấy, không việc gì bạn phải xấu hổ khi thuê ai đó chọn chứng khoán hoặc quỹ tương hỗ cho mình. Nhưng có một trách nhiệm mà bạn không bao giờ được ủy thác cho ai khác. Bạn, và không ai ngoài bạn, phải nghiên cứu (trước khi bạn đưa tiền) xem một nhà tư vấn có đáng tin cậy không và có mức phí hợp lý không. (Để có thêm gợi ý, hãy xem chương 10.) Thuê người khác làm. Các quỹ tương hỗ là cách tốt nhất cho một nhà đầu tư phòng vệ nắm lấy mặt tốt của việc sở hữu chứng khoán mà không phải chịu mặt xấu là tự quản lý danh mục đầu tư của mình. Với giá tương đối rẻ, bạn có thể mua với một mức đa dạng và tiện lợi cao - để một người chuyên nghiệp chọn và theo dõi các chứng khoán cho bạn. Dưới dạng tốt nhất của chúng - các danh mục đầu tư theo chỉ số - các quỹ tương hỗ hầu như không cần giám sát hay bảo dưỡng gì. Các quỹ đầu tư theo chỉ số (index fund) là một dạng đầu tư Rip Van Winkle có rất ít khả năng tạo ra sự đau khổ hay bất ngờ cho bạn kể cả nếu, như anh chàng nông dân lười biếng trong truyện của Washington Irving, bạn ngủ thiếp đi những 20 năm[144]. Chúng chính là sự hiện thực hóa giấc mơ của nhà đầu tư phòng vệ. Để biết thêm chi tiết, hãy xem chương 9.

LẤP CÁC CHỎ TRÕNG Khi mà các thị trường tài chính sầm sập lao lên hay lao xuống ngày này sang ngày khác, nhà đầu tư phòng vệ có thể kiểm soát được sự hỗn loạn. Chính sự từ chối không muốn trở thành nhà đầu tư chủ động của bạn và sự bác bỏ bất cứ khả năng giả bộ dự báo tương lai nào có thể trở thành những vũ khí mạnh nhất của bạn. Bằng cách đưa tất cả các quyết định đầu tư vào chế độ điều chỉnh tự động, bạn đã loại bỏ đi mọi ảo tưởng rằng bạn biết các chứng khoán đang đi về đâu, và bạn loại bỏ khả năng thị trường gây đau khổ cho bạn cho dù nó có dao động kỳ quái đến đâu.

Theo như Graham lưu <Im việc "bình quân chi phí đô la" đã giúp bạn đặt một khoản tiền nhất định vào một khoản đầu tư tại các thời điểm đều đặn. Mỗi tuần, mỗi tháng, hay mỗi quý, bạn mua thêm - cho dù thị trường đã (hoặc sắp) đi lên, đi xuống, hoặc đi ngang. Bất cứ công ty đầu tư tương hỗ hoặc công ty môi giới lớn nào cũng có thể chuyên tiền an toàn và tự động cho bạn bằng phương tiện điện tử, nên bạn không bao giờ căn phải viết séc hay cãm thấy sự đau đớn khi trả tiền. Khuất mắt khôn coi.

Cách lý tưởng để bình quân chi phí đô la là bằng một danh mục đău tư gồm các quỹ đầu tư theo chi số đang sờ hữu tất cả các cổ phiếu hoặc trái phiếu nào đáng có. Bằng cách đó, bạn sẽ sẽ tránh khỏi không chỉ trò chơi đoán mò xem thị trường đang đi đâu mà các khu vực nào của thị trường - và những cổ phiếu hay trái phiếu cụ thể nào trong các khu vực đó - sẽ cho kễt quả tốt nhất.

Giả sử bạn có thể bỏ ra 500 đô la một tháng. Bằng cách sở hữu và bình quân chi phí đô la chỉ đối với ba quỹ đầu tư theo chỉ số - 300 đô la vào quỹ giữ tất cả thị trường cổ phiếu Mỹ, 100 đô la vào quỹ có các cổ phiếu của nước ngoài, và 100 đô la vào quỹ có các trái phiếu của Mỹ - bạn có thể đảm bảo rằng bạn sở hữu gần hết các đầu tư đáng sở hữu trên trái đất[145]. Mỗi tháng, đều đặn, bạn lại mua tiếp. Nếu thị trường giảm, thì lượng đặt sẵn của bạn sẽ tiến xa hơn và mua thêm cho bạn nhiều cổ phiếu hơn so với tháng trước. Nếu thị trường đi lên, thì số tiền của bạn mua cho bạn ít cổ phần hơn. Bằng cách đặt danh mục đầu tư vào chế độ điều chỉnh tự động tuyệt đối như vậy, bạn tránh được việc ném tiền vào thị trường khi nó có vẻ hấp dẫn nhất (mà thật ra là lúc nguy hiểm nhất) hoặc từ chối việc mua nhiều hơn nữa khi một vụ sụp đổ thị trường khiến các đầu tư trở nên rẻ hơn nhiều (nhưng có vẻ dễ "rủi ro" hơn).

Theo Ibbotson Asssociates, một công ty nghiên cứu tài chính hàng đầu, nếu bạn đầu tư 12.000 đô la vào chỉ số 500 cổ phiếu của Standard & Poor's vào đầu tháng 9 năm 1929, 10 năm sau bạn sẽ chỉ còn 7.223 đô la. Nhưng nếu bạn bắt đầu với một số tiền mọn là 100 đô la và đơn giản là đầu tư thêm 100 đô la mỗi tháng, thì đến tháng 8 năm 1939, số tiền của bạn sẽ lên tới 15.571 đô la! Đó chính là sức mạnh của việc mua một cách kỷ luật - kể cả trong lúc Đại Suy thoái và thị trường giá xuống tệ nhất mọi thời đại[146].

Trên hết, một khi bạn đã hình thành một danh mục đầu tư tự động tuyệt đối với trung tâm của nó là các quỹ đầu tư theo chỉ số, bạn sẽ có thể trả lời được tất cả các câu hỏi về thị trường bằng câu trả lời mạnh mẽ nhất mà một nhà đầu tư phòng vệ có thể có được: 'Tôi không biết và tôi không quan tâm." Nếu ai đó hỏi bạn xem trái phiếu liệu có vượt trên cổ phiếu không, bạn chỉ cần đáp: "Tôi không biết và tôi không quan tâm", mặc dù bạn cũng tự động mua cả hai. Các chứng khoán dịch vụ y tế có làm các chứng khoán công nghệ cao trông ốm yếu không? 'Tôi không biết và tôi không quan tâm" - bạn là người sở hữu thường xuyên cả hai loại đó. Chứng khoán nào sẽ là một Microsoft tiếp theo? 'Tôi không biết và tôi không quan tâm" - đến lúc nào mà chứng khoán đó đủ lớn, quỹ đầu tư theo chỉ số của bạn sẽ mua nó, và bạn cũng sẽ được hưởng theo. Các chứng khoán ngoại có vượt được các chứng khoán Mỹ vào năm sau không? 'Tôi không biết và tôi không quan tâm" - nếu có, bạn sẽ tóm được phần lãi đó; nếu không, bạn sẽ được mua nhiều hơn với giá rẻ hơn.

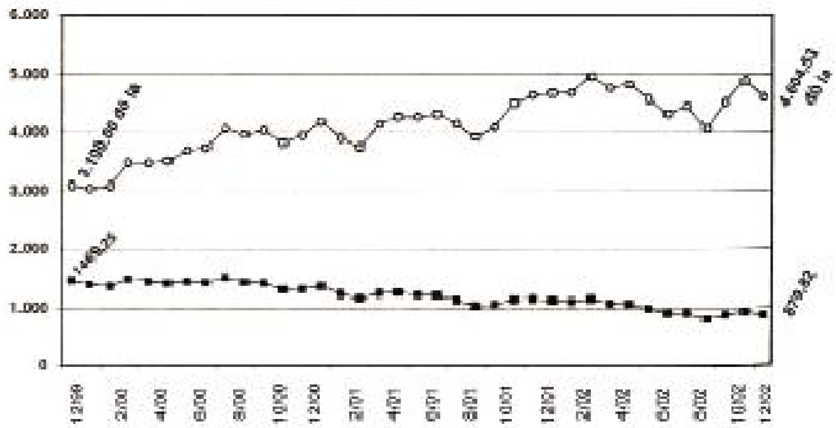
Bằng cách cho phép bạn nói 'Tôi không biết và tôi không quan tâm", một danh mục đầu tư tự động hoàn toàn đã giải thoát bạn khỏi cảm giác là bạn cần phải dự đoán xem các thị trường tài chính sắp làm gì - và khỏi ảo tưởng rằng ai cũng thế. Việc hiểu được là bạn có thể biết ít đến mức độ nào về tương lai, cộng với việc chấp nhận sự không biết của bạn, là vũ khí mạnh nhất của một nhà đầu tư phòng vệ.

Hình 5-1 thể hiện sức mạnh kỳ diệu của việc bình quân chi phí đô la trong một thị trường giá xuống gần đây.

HÌNH 5-1 Từng cái nhỏ cũng có ích Từ cuối năm 1999 cho đến cuối năm 2002, chỉ sô trung bình cổ phiếu s&p 500 đã không ngừng rớt. Song nếu bạn đã mở một tài khoản của quỹ chỉ số với một khoản đầu tư tối thiểu 3.000 đô la và mỗi một tháng lại bổ sung thêm 100 đô la,

tổng chi phí 6.600 đô la của bạn chắc sẽ bị lỗ 30,2% - nhỏ hơn nhiều so với mức sụt giảm 41,3% của thị trường. Thậm chí còn tốt hơn thế, việc bạn mua đều đặn ở mức giá thấp sẽ tạo dựng một nền tảng cho sự phục hồi một cách bùng nổ sau khi thị trường phục hồi lại.

Nguồn: Tập đoàn Vanguard



CHƯƠNG 6 Phương châm phân bô danh mục đầu tư cho nhà đầu tư mạnh bạo: cách tiếp cận tiêu cực Nhà đầu tư "xông xáo" nên bắt đầu từ cùng một nen tảng giống như nhà đầu tư phòng vệ, tức là từ việc phân chia các quỹ của anh ta giữa các trái phiếu cấp cao và cổ phiếu thường cấp cao được mua tại các mức giá vừa phải[147]. Anh ta sẽ phải sẵn sàng mở rộng ra các loại chứng khoán khác, nhưng trong mỗi trường hợp đó; anh ta sẽ phải tìm các lý do rất hợp lý để mua. Có một sự khó khăn trong việc thảo luận vấn đề này một cách có hệ thống, vì có không quy luật nào cho các hoạt động mạnh bạo. Phạm vi lựa chọn rất rộng, sự lựa chọn không chỉ phụ thuộc vào sự giỏi giang và các công cụ của người đầu tư mà có lẽ là cả những mối quan tâm và ưu tiên của anh ta.

Những điều tổng quát có ích nhất về nhà đầu tư mạnh bạo là thuộc vào loại tiêu cực. Hãy để anh ta nhường các cổ phiếu ưu đãi cấp cao cho các công ty đầu tư mua. Cũng hãy để anh ta tránh các loại trái phiếu và chứng khoán ưu đãi kém cỏi trừ phi chúng có thể được mua với giá rẻ - tức là ở mức giá ít nhất 30% dưới mệnh giá cho các phát hành có phiếu lãi cao, và giá thấp hơn nữa với những phiếu lai thấp[148]. Anh ta sẽ để người khác mua các phát hành trái phiếu của chính phủ nước ngoài, mặc dù tỷ suất có thể rất hấp dẫn. Anh ta cũng sẽ rất nghi ngại mọi phát hành mới, bao gồm những trái phiếu chuyển đổi được và các cổ phiếu ưu đãi có vẻ rất hấp dẫn, và các cổ phiếu thường với mức lợi tức xuất sắc chỉ gói gọn trong quá khứ gần đây.

Đối với các đầu tư vào trái phiếu tiêu chuẩn, nhà đầu tư mạnh bạo nên làm theo quy luật được gợi ý bởi người đồng nghiệp phòng vệ của mình, và đưa ra sự lựa chọn của mình giữa các phát hành chịu thuế cấp cao, loại hiện nay có thể được lựa chọn để hưởng tỷ suất khoảng 7,25%, và các trái phiếu miễn thuế chất lượng tốt là loại có mức tỷ suất lên tới 5,30% với kỳ hạn dài hơn[149].

Các trái phiếu cấp hai và cổ phiếu ưu đãi Từ cuối năm 1971, các trái phiếu công ty hạng nhất đã có thể có tỷ suất 7,25%, thậm chí là hơn, do đó sẽ không mấy hợp lý khi mua các phát hành cấp hai chỉ vì chúng có mức sinh lợi cao hơn. Thật vậy, các công ty với nền tảng tín dụng tương đối kém đã gần như không thể bán được các "trái phiếu bất biến" ("straight bonds") - tức là các trái phiếu không chuyên đổi được - cho công chúng trong hai năm qua. Do đó việc thanh toán nợ của họ đã được thực hiện qua việc bán các trái phiếu chuyên đổi được (tức các trái phiếu có chứng chỉ quyền mua đính kèm), và đặt chúng vào một hạng riêng. Điều đó có nghĩa là hầu như tất cả các trái phiếu không chuyên đổi được có xếp hạng thấp đại diện cho các phát hành cũ hơn đang được bán với mức chiết khấu (bán dưới mệnh giá) lớn. Do đó chúng có khả năng tăng giá trị vốn khá lớn trong các điều kiện tương lai thuận lợi - tức là ở đây có sự kết hợp giữa sự tăng hạng trong xếp hạng tín dụng của công ty và các mức lai suất chung thấp hơn.

Nhưng kể cả trong vấn đề chiết khấu giá và từ đó là cơ hội lãi vốn, các trái phiếu cấp hai cũng phải cạnh tranh với các trái phiếu phát hành tốt hơn. Một số trong các phiếu nợ được bảo vệ tốt với các phiếu lãi "kiểu cũ" (2,5% tới 4%) được bán ở mức khoảng 50 xu trên một

đô la vào năm 1970. Ví dụ: các trái phiếu American Telephone & Telegraph 2,625 đáo hạn vào năm 1986 được bán với mức 51; các trái phiếu Atchison Topeka & Santa Fe RR 4, đáo hạn vào năm 1995, được bán với mức 51 ; các trái phiếu McGraw- Hill 3,875, đáo hạn vào năm 1992, được bán với mức 50,5.

Do đó trong các điều kiện của cuối năm 1971, các nhà đầu tư mạnh bạo có thể thu được tất cả những gì anh ta mong muốn một cách hợp lý từ các trái phiếu hạng tốt được bán với chiết khấu lớn dưới dạng cả thu nhập lẫn khả năng tăng giá.

Trong suốt cuốn sách này, chúng tôi nói đến khả năng bất kỳ tình huống thị trường rõ ràng và kéo dài nào trong quá khứ có thể xuất hiện trở lại trong tương lai. Do đó chúng tồi sẽ xem xét phương châm mà nhà đầu tư có thể phải chọn trong lĩnh vực trái phiếu nếu giá cả và tỷ suất lợi nhuận của những phát hành cấp cao trở lại các mức bình thường trước đây. Vì lý do này chúng tôi sẽ ghi lại ở đây các nhận định của mình về điểm đó trong lần xuất bản năm 1965, khi mà các trái phiếu cấp cao chỉ có tỷ suất là 4,5%.

Cần phải nói một điều về việc đầu tư vào các phát hành cấp hai, các phát hành mà tỷ suất có thể dễ dàng thấy là lên tới 8% hoặc hơn. Điểm khác biệt chủ yếu giữa các phát hành cấp một (first grade) và cấp hai (second grade) là số lần (hệ số nhân) các chi phí trả lãi đã được bù đắp bởi lợi tức. Ví dụ: Vào đầu năm 1964, các trái phiếu thu nhập dưới dạng nợ (income debenture bond) 5% của đường sắt Chicago, Milwaukee, St. Paul và Pacific, ờ mức giá là 68, có tỷ suất là 7,35%. Nhưng hệ số bù đắp tổng chi phí trả lãi của con đường đó, chưa tính thuế thu nhập, chỉ đạt 1,5 lần trong năm 1963, so với yêu cầu của chúng tôi là 5 lần cho mỗi trái phiếu đường sắt phát hành được bảo vệ tốt[150].

Nhiều nhà đầu tư mua chứng khoán loại này vì họ "cần thu nhập" và không thể chấp nhận mức sinh lợi nhỏ mọn mà các trái phiếu phát hành cấp cao đưa ra. Kinh nghiệm rõ ràng cho thấy là không khôn ngoan khi mua một trái phiếu hoặc chứng khoán ưu đãi không có đủ sự an toàn đơn thuần chỉ vì tỷ suất của nó hấp dẫn[151]. (ở đây chữ "đơn thuần" ngụ ý rằng phát hành đó không được bán mức chiết khấu lớn và do đó không có cơ hội tăng đáng kể giá trị vốn gốc.) Khi các chứng khoán như vậy được mua với giá toàn phần - tức là chỉ dưới 100 một vài điểm[152] - thì có nhiều khả năng là vào một thời gian nào đó trong tương lai người cổ đông sẽ thấy mức báo giá còn thấp hơn nhiều. Vì khi việc kinh doanh trở nên xấu, hoặc có khi chỉ là thị trường xấu, thì các phát hành loại này thể hiện sự yếu kém với những cuộc sụt giá khốc liệt, nhiều khi tiền lãi hoặc cổ tức bị tạm ngừng hoặc ít nhất là gặp nguy, và thường xuyên có sự yếu giá rõ ràng kể cả nếu các kết quả hoạt động không tệ.

Để minh họa cụ thể cho đặc điểm này của các chứng khoán phát hành cấp hai được ưu tiên, hãy để chúng tôi tóm tắt động thái giá của một nhóm gồm mười trái phiếu thu nhập (income bond) đường sắt vào các năm 1946-1947. Chúng bao gồm tất cả các trái phiếu được bán ở mức 96 hoặc hơn vào năm 1946, giá cao nhất của chúng trung bình là 102,5. Trong năm tiếp theo, nhóm này có mức giá rất thấp, trung bình chỉ đạt 68, mất một phần ba giá thị trường trong một thời gian ngắn. Lạ thay, những đường sắt trong nước lại cho các mức lợi tức tốt

hơn nhiều trong năm 1947 so với 1946; do đó sự giảm giá mạnh mẽ đã đi ngược lại với toàn cảnh kinh doanh và phản ánh sự bán tháo trên thị trường chung. Nhưng cũng nên chỉ ra rằng sự giảm giá của các trái phiếu thu nhập này lớn hơn, xét theo tỷ lệ, so với các cổ phiếu thường trong danh sách công nghiệp Dow Jones (khoảng 23%). Rõ ràng người mua các trái phiếu này với mức giá trên 100 không thể hy vọng có thể tham gia với bất kỳ mức độ nào vào một sự tăng giá nữa trong thị trường chứng khoán. Điểm hấp dẫn duy nhất là tỷ suất thu nhập, trung bình khoảng 4,25% (so với 2,50% của các trái phiếu cấp một, và hơn được 1,75% trong thu nhập hằng năm). Thế nhưng những gì xảy sau đó đã thể hiện quá nhanh và quá rõ ràng rằng chỉ thêm được một chút tăng thu nhập hằng năm nhỏ mà người mua các trái phiếu cấp hai này có nguy cơ mất một phần đáng kể vốn của mình.

Ví dụ trên cho phép chúng ta bày tỏ sự tôn trọng của mình đối với một ngụy biện rất phổ biến dưới cái tên nhại là "đầu tư của nhà kinh doanh". Điều này bao gồm việc mua một chứng khoán có tỷ suất lợi tức cao hơn những gì có thể thu được từ một chứng khoán phát hành cấp cao, mang theo nó rủi ro lớn hơn tương ứng. Chấp nhận khả năng lõm vốn đã biết trước để đổi cho vỏn vẹn 1 hoặc 2% thêm thu nhập hằng năm là cách kinh doanh tồi. Nếu bạn sẵn sàng chấp nhận sự rủi ro thì bạn nên chắc chắn bạn có thể hiện thực hóa được phần lai thật sự đáng kể trong giá trị vốn nếu mọi thứ diễn ra tốt đẹp. Do đó một trái phiếu cấp hai 5,5 hoặc 6% bán ngang giá (đúng bằng mệnh giá) luôn là một món mua xấu. Cùng một phát hành như vậy mà bán ở mức 70 thì hợp lý hơn - và nếu bạn đủ kiên nhẫn, bạn chắc sẽ có thể mua nó tại mức đó.

Các trái phiếu cấp hai và cổ phiếu ưu đãi có hai tính chất ngược nhau mà nhà đầu tư thông minh phải luôn ghi nhớ trong đầu. Gần như tất cả mọi thứ đều phải chịu sự sụt giá khốc liệt trong các thị trường tồi tệ. Mặt khác, một phần lớn trong chúng lấy lại vị thế của mình khi các điều kiện thuận lợi quay trở lại, và cuối cùng chúng cũng "trở nên ổn". Điều này cũng đúng cả với các cổ phiếu ưu đãi (cộng dồn hay lũy kế) không trả được cổ tức trong nhiều năm. Có một số phát hành như vậy vào đầu những năm 1940 là do hậu quả của cuộc suy thoái kéo dài vào những năm 1930. Trong thời kỳ bùng nổ sau chiến tranh vào các năm 1945-1947, rất nhiều trong số các khoản cộng dồn đó đã được chi trả hết hoặc là bằng tiền mặt hoặc bằng các chứng khoán mới, và thậm chí vốn gốc cũng được hoàn lại. Nhờ vậy, các lợi nhuận lớn được kiếm bởi những người mà một vài năm trước đó đã mua các chứng khoán phát hành này khi chúng không được ai mua và được bán với mức giá thấp[153].

Trong một miêu tả tổng quát, cũng có thể nói rằng các tỷ suất lợi tức cao hơn của các chứng khoán phát hành hạng trên cấp hai được ưu tiên sẽ cho thấy rằng chúng đã bù đắp cho các thua lỗ về vốn không thu hồi lại được. Nói cách khác, một nhà đầu tư mà mua tất cả các chứng khoán phát hành như vậy tại mức giá chào của chúng cũng có thể đạt kết quả tốt, trong dài hạn, bằng một người chỉ giới hạn trong các chứng khoán hạng nhất; hoặc thậm chí còn tốt hơn[154].

Nhưng vì các lý do thực tế, vấn đe này cơ bản là không thích hợp. Bất luận kết quả thế nào, người mua các chứng khoán phát hành cấp hai với mức giá đầy đủ sẽ lo lắng và khó chịu khi giá của chúng giảm một cách nhanh chóng. Hơn nữa, anh ta không thể mua đủ số chứng khoán phát hành để đảm bảo có kết quả "trung bình", và anh ta cũng không ở vị thế dành ra một phần trong thu nhập lớn hơn của mình để bù đắp hoặc "khấu hao" các khoản lỗ về vốn thể hiện rằng chúng không thể hoàn lại. Cuối cùng, theo lẽ thường người ta sẽ tránh mua các trái phiếu với mức giá xấp xỉ 100 nếu kinh nghiệm lâu dài cho thấy chúng có thể được mua với mức 70 hoặc ít hơn trong lần thị trường yếu đi tiếp theo.

Trái phiếu chính phủ nước ngoài Tất cả các nhà đầu tư, kể cả những người có ít kinh nghiệm, đèu biết rằng các trái phiếu ngoại nói chung có lịch sử đầu tư khá tồi tệ kể từ năm 1914. Điều này là không tránh khỏi khi có hai cuộc chiến tranh thế giới và một cuộc suy thoái thế giới với mức độ chưa từng có. Thế nhưng cứ vài năm là điều kiện thị trường lại đủ thuận lợi để cho phép bán một số trái phiếu ngoại phát hành mới với giá khoảng bằng mệnh giá. Hiện tượng này cho chúng ta biết khá nhiều về cách tư duy của một nhà đầu tư trung bình - và không chỉ trong lĩnh vực trái phiếu.

Chúng tôi không có lý do cụ thể nào để lo ngại về tương lai của các trái phiếu ngoại tốt như của Australia hay Na Uy. Nhưng chúng tôi có biết rằng, nếu và khi nào gặp vấn đề rắc rối, người sở hữu các phiếu nợ ngoại không có cồng cụ pháp lý hay cách khác để xúc tiến đòi hỏi của mình. Những ai từng mua trái phiếu Cộng hòa Cuba 4,5 với mức giá lên tới 117 vào năm 1953 đã thấy là chúng không được trả lãi, và sau đó được bán với mức thấp tới 20 xu trên một đô la vào năm 1963. Danh sách trái phiếu của sở Giao dịch Chứng khoán New York năm đó cũng có cả trái phiếu Congo thuộc Bỉ 5,25 bán tại mức 36, các trái phiếu Hy Lạp 7 tại mức 30, và nhiều trái phiếu phát hành của Ba Lan bán với mức thấp tới 7. Có bao nhiêu bạn đọc biết được về sự thăng trầm của các trái phiếu 8% của Tiệp Khắc, khi chúng lần đầu tiên được bán ở nước này vào năm 1922 tại mức 96,5? Chúng tăng đến 112 vào năm 1928, giảm xuống 67,75 vào năm 1932, hồi phục trở lại lên 106 vào năm 1936, sụp xuống 6 vào năm 1939, và hồi phục (một cách không thể tin được) lên tới 117 vào năm 1946, rơi đột ngột xuống 35 vào năm 1948, và tới 1970 thì bán ở mức thấp tới 8!

Nhiều năm trước có cuộc tranh cãi về việc mua các trái phiếu ngoại dựa trên lập luận là một nước chủ nợ giàu như nước ta có nghĩa vụ đạo đức là cho nước ngoài vay. Thời gian là thứ vốn đem tới bao sự trả đũa thì nay nó lại thấy chúng ta đang phải đối đầu với vấn đè khó giải quyết về cán cân thanh toán của chính mình, một phần là do việc mua quy mô lớn các trái phiếu ngoại do các nhà đầu tư Mỹ tìm kiếm lợi thế nhỏ về tỷ suất lợi tức. Trong nhiều năm qua, chúng tôi đã nghi ngờ sự hấp dẫn vốn có của những đầu tư như vậy từ quan điểm của người mua,[ặ] giờ đây có lẽ chúng tôi nên nói thêm rằng người mua sẽ giúp ích cho cả đất nước và chính mình nếu anh ta từ chối các cơ hội này.

Những chứng khoán phát hành mới nói chung Có vẻ không khôn ngoan khi thử đưa ra các tuyên bố rộng về những chứng khoán phát hành như một lớp riêng, bởi vì chúng bao trùm

phạm vi rộng nhất có thể về chất lượng và sự hấp dẫn. Tất nhiên là có những ngoại lệ cho bất kỳ quy tắc nào được đưa ra. Gợi ý duy nhất của chúng tôi là tất cả các nhà đầu tư nên cần thận với các phát hành mới - điều này đơn giản có nghĩa là, chúng cần được nghiên cứu kỹ và qua các cuộc kiểm tra vô cùng kỹ lưỡng trước khi mua.

Có hai lý do cho sự đề phòng kép này. Đầu tiên là các phát hành mới có kỹ năng bán hàng đặc biệt đằng sau chúng, điều này đòi hỏi một mức độ kháng cự đặc biệt đối với doanh số[155]. Thứ hai là hầu hết các phát hành mới được bán trong lácác điều kiện thị trường thuận lợi" - tức là thuận lợi cho người bán và do đó là ít thuận lợi hơn đối với người mua[156].

Tác dụng của các xem xét này trở nên mỗi lúc một quan trọng hơn khi ta đi từ các trái phiếu có chất lượng cao nhất xuống các trái phiếu cấp hai được ưu tiên cho tới các cổ phiếu thường phát hành lần đầu nằm ở đáy. Một lượng khổng lồ các hành động tài chính, bao gồm việc thanh toán các trái phiếu ở giá thu hồi và thay chúng bằng các phát hành mới với phiếu lai thấp hơn, đã xảy ra trong quá khứ. Hầu hết những hoạt động đó là trong chủng loại trái phiếu cấp cao và cổ phiếu ưu đãi. Những người mua chủ yếu các tổ chức là tài chính, có đây đủ tiêu chuẩn để bảo vệ lợi ích của mình. Do đó các phát hành này được định giá cẩn thận để đạt mức hiện hành của các phát hành tương đương có thể so được, và kỹ năng bán hàng mạnh mẽ không ảnh hưởng nhiều tới kết quả. Khi mà các mức lãi suất cứ giảm dần dần, những người mua cuối cùng phải trả giá quá cao cho các phát hành này, và nhiều chứng khoán trong số đó đã giảm giá đáng kể trên thị trường. Đây là một khía cạnh của xu hướng chung là bán tất cả các loại chứng khoán mới khi điều kiện thuận lợi nhất cho người phát hành; nhưng trong trường hợp của các phát hành chất lượng cao những tác dụng xấu đối với người mua thường đáng buồn hơn là nghiêm trọng.

Tình hình tương đối khác khi ta nghiên cứu các trái phiếu cấp thấp và cổ phiếu ưu đãi được bán trong các thời kỳ 1945-1946 và 1960-1961. ở đây tác dụng của các nỗ lực bán rõ ràng hơn, vì hầu hết các phát hành này chắc được thu xếp bán cho các nhà đầutưcá nhân và không chuyên nghiệp. Những phát hành này có đặc điểm là chúng không thể hiện đầy đủ khi đánh giá hiệu quả hoạt động của các công ty sau một số năm đủ nhiều. Chúng có vẻ đủ an toàn, phần lớn thời gian, nếu có thể giả định mức lợi tức hiện tại sẽ còn tiếp tục mà không bị sụt giảm nghiêm trọng. Các ngân hàng chủ đầu tư tung ra các phát hành này hẳn đã chấp nhận điều này rồi, và nhân viên của họ không gặp nhiều khó khăn trong việc thuyết phục bản thân và khách hàng với mức độ tương tự. Mặc dù vậy, đó vẫn là một phương pháp đầu tư không chắc chắn, một phương pháp có nhiều khả năng sẽ khiến bạn phải trả giá.

Các thời kỳ thị trường giá lên thường có đặc điểm là sự chuyển đổi của nhiều doanh nghiệp gọi vốn nội bộ (privately owned business) trở thành các công ty có cổ phần chào bán. Đây là hoàn cảnh của các năm 1945- 1946 và một lần nữa vào đầu năm 1960. Quá trình này khi đó đã đạt đến mức độ ghê gớm cho tới khi nó sụp đổ thảm hại vào tháng 5/1962. Sau thời kỳ

"biệt tăm" khoảng vài năm thì toàn bộ bi hài kịch lại lặp lại, từng bước một, vào các năm 1967-1969[157].

Các phát hành cổ phiếu thường mới Các đoạn sau được tái hiện không thay đổi gì từ lằn xuất bân năm 1959, thêm phần bình luận:

Việc kinh doanh cổ phiếu thường có hai dạng khác nhau. Trong trường hợp của các công ty đã niêm yết, các cổ phần bổ sung được đưa ra theo một tỷ lệ cho những cổ đông hiện tại. Mức giá đăng ký mua được đặt dưới mức thị trường hiện tại, nên "quyên" đăng ký mua có giá trị tiên ban đầu[158]. Việc bán các cổ phần mới luôn được cam kết bời một hoặc nhiều ngân hàng đầu tư, nhưng niềm hy vọng và kỳ vọng chung là tất câ các cổ phần mới sẽ được mua thông qua việc thực hiện các quyên đăng ký. Do đó việc mua các cổ phiếu thường bổ sung của các công ty niêm yết thường không đói hỏi nỗ lực bán tích cực về phía công ty phát hành.

Kiều thứ hai là bán ra công chúng cồ phiếu thường của các công ty trước đây là doanh nghiệp gọi vốn nội bộ. Hầu hết loại cổ phiếu này được bán đế tạo được sô' lượng cồ phần kiếm soát cho phép các công ty đó kiếm lợi ở một thị trường thuận lợi và đê đa dạng hóa nguồn tài chính của chúng. (Khi tiền mới được tạo ra cho công ty, nó thường thông qua việc bán cồ phiếu ưu đãi, như đã nói ở trên.) Hoạt động này đi theo một mô thức rõ ràng, mà theo bân chất của thị trường chứng khoán sẽ đem tới nhiều thua lỗ và thất vọng cho công chúng. Những mối nguy bắt nguồn từ tinh chất của các công ty được tạo nguồn tài chính kiểu như vậy cũng như các điều kiện thị trường khiến kiểu tạo nguồn tài chính này có thề thực hiện được.

Vào giai đoạn đầu thế kỷ, một phần lớn các công ty hàng đầu của chúng ta đã được đưa ra giao dịch đại chúng. Khi thời gian trôi qua, số công ty hạng nhất vẫn còn tạo vốn theo cách đóng kin (nội bộ) đã giâm dần đều; do đó những lần phát hành cồ phiếu thường ban đầu thường có xu hướng tập trung nhiều hơn vào các doanh nghiệp tương đối nhỏ. Do một sự tương quan không may mắn, cũng trong thời kỳ đó công chúng mua chứng khoán đã quen ưa chuộng các công ty lởn và có thành kiến đối với các công ty nhỏ. Thành kiến này, như nhiều thành kiến khác, thường trở nên yếu hơn khi các thị trường giá lên được xác lập; lợi nhuận nhiều và nhanh đạt được bời các cổ phiếu thường nói chung đủ để làm mờ các nhận định có tinh phê phán của công chúng, cũng như cách chúng giúp mài sắc bân năng kiếm lợi của họ. Cũng trong những thời kỳ này, một số kha khá các công ty gọi vốn nội bộ đạt được các kết quả xuất sắc - mặc dù hầu hết các kết quả ấy sẽ không quá ấn tượng nếu các sô' liệu ấy được đặt trở lại vào khung cành, chẳng hạn, mười năm trước.

Khi ghép các yếu tô này vào với nhau, các hệ quả sau đây sẽ xảy ra: trong khoảng giữa của giai đoạn thị trường giá lên, các phát hành cô phiếu thường đầu tiên đã ra mắt. Giá của chúng không phải không hấp dẫn, và những người mua các phát hành đầu đã kiếm được lợi nhuận lớn. Khi mà thị trường tiếp tục đi lên, kiểu kinh doanh này trở nên phổ biến hơn; chất lượng của các công ty thường xuyên giâm xuống; các mức giá được chào và đạt ở ranh giới phóng

đại quá mức. Một đấu hiệu khá tin cậy về sự kết thúc của một đợt thị trường giá lên là sự kiện các cô phiếu thường mới của các công ty nhỏ và mò nhạt được bán với mức giá có phần cao hơn mức hiện tại của các công ty cỡ trung binh với lịch sử lâu dài trên thị trường. (Cũng nên nói thêm rằng rất ít kiểu gọi vốn cổ phiếu thường này được làm một cách thường xuyên bởi các ngân hàng có quy mô và danh tiếng lớn.)[159] Sự bất cẩn của công chúng và sự sẵn sàng bán tất câ những gi có thể bán lấy lãi của các tổ chức bán chi có thể đem tới một kết quả - sự sụp đô giá. Trong nhiều trường hợp, các phát hành mới mất tới 75% và nhiễu hơn nữa giá bán của chúng. Tinh huống này còn tệ hơn bởi thực tế đã nói ở trước là, cuối cùng, công chúng thật sự ác cảm với kiểu phát hành nhỏ được mua rất dẻ dàng trong những lúc bất cẩn. Nhiều phát hành như vậy sụt giâm xuống dưới giá trị thực của chúng theo tỷ lệ với mức giá trước đây nó đã được bán trên mức giá trị thực.

Một yêu cầu cơ bân đối với nhà đầu tư thông minh là khả năng kháng cự trước những lời dụ đỗ của nhân viên bán hàng đưa ra các phát hành cổ phiếu thường mới trong một thị trường giá lên. Thậm chi nếu có thể có một hoặc hai chứng khoán có thể vượt qua các phép kiểm định nghiêm ngặt về chất lượng và giá trị, chắc hẳn là một phương châm xử lý tồi khi để mình bị cuốn vào kiểu kinh doanh này. Tất nhiên, nhân viên bán hàng sẽ chỉ ra là nhiều phát hành đã tăng giá thị trường khá lớn - bao gồm một sô phát hành đi lên rất hoành tráng ngay từ ngày chúng bắt đầu được bán. Nhưng đây là một phần của không khí đầu cơ. Nó là món tiền dể dàng. Với mỗi đồng đô la bạn kiếm theo kiểu này thì nếu may mắn, cuối cùng bạn sẽ chỉ mất hai đô la thôi.

Một số phát hành như vậy có thể cho thấy đó là các món mua tuyệt vời - chỉ sau một vài năm, khi không ai muốn mua chúng nữa và chúng có thể được mua với giá bằng một phần nhỏ giá trị thực của mình.

Trong lần xuất bản 1965 chúng tôi đã tiếp tục thảo luận về vấn đề này như sau:

Trong khi các khía cạnh rộng hơn của động thái thị trường chứng khoán từ năm 1949 đã không thích hợp lắm để phân tích theo kinh nghiệm lâu dài, sự phát triển của các cổ phiếu thường mới được phát hành đã đi đúng theo truyền thống cô xưa. Điều đáng băn khoăn là liệu trước kia chúng ta đã từng có nhiều phát hành mới được tung ra như vậy, mà chất lượng kém như vậy, và với những vụ sụp đổ giá như vậy, như chúng ta đã từng trải qua vào những năm 1960-1962 hay không[160]. Khả năng của câ thị trường chứng khoán nói chung tách minh nhanh chóng khỏi tai họa là một hiện tượng phi thường, khơi đậy những ký ức đã vùi sâu về sự không thế tồn thương của nó trong vụ sụp đổ bất động sản lớn của Florida năm 1925.

Có cần phải lặp lại sự điên cuồng về các phát hành chứng khoán mới trước khi thị trường giá lên hiện nay có thể đi đến kết thúc dứt khoát của nó? Ai biết được? Nhưng chúng tôi biết là một nhà đầu tư thông minh sẽ không quên những gì xảy ra vào năm 1962 và sẽ để những người khác thu lãi nhanh trong lĩnh vực này rồi trải qua những thua lỗ đau đớn tiếp theo.

Chúng tôi viết tiếp các đoạn này trong lần xuất bản 1965 bằng cách đưa ra "một ví dụ tồi tệ", ấy là, việc bán chứng khoán của công ty Aetna Maintenance, với mức giá 9 đô la vào tháng 11/1961. Theo lẽ thường, các cổ phiếu này nhanh chóng tăng lên đến 15 đô la; năm sau đó chúng rớt xuống 2,375 đô la và vào năm 1964 là 0,875 đô la. Lịch sử sau đó của công ty này có phần phi thường, và nó thể hiện một số các hiện tượng lạ lùng đã xảy ra với các công ty Mỹ, lớn và nhỏ, trong những năm gần đây. Người đọc hiếu kỳ sẽ tìm thấy lịch sử xưa và gần đây hơn của công ty này trong Phụ lục 5.

Không khó một chút nào để cung cấp các ví dụ còn ghê gớm hơn từ phiên bản gần đây của "câu chuyện cũ", bao trùm các năm 1967-1970. Không có gì đúng mục đích của chúng tôi hơn là trường hợp của AAA Enterprises, là công ty đầu tiên được liệt kê trong cuốn Stock Guide (Hướng dẫn chứng khoán) của Standard & Poor's. Các cổ phiếu được bán ra cho công chúng tại mức 14 đô la vào năm 1968, nhanh chóng tăng tới 28 đô la, nhưng vào đầu 1971, lại được niêm yết với mức 25 xu ảm đạm. (Kể cả mức giá này cũng là sự cao giá ghê gớm đối với công ty, vì nó đã ra tòa phá sản trong một tình trạng vô vọng.) Có rất nhiều thứ để học hỏi, và rất nhiều lời cảnh báo có thể rút ra, từ câu chuyện về phát hành chứng khoán này mà chúng tôi đã dành để nói đến chi tiết hơn về sau, ở chương 17.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 6 Những cú mà bạn đấm trượt là những cú khiến bạn mất sức.

- Huấn luyện viên đấm bốc Angelo Dundee Đối với nhà đầu tư xông xáo cũng như nhà đầu tư phòng vệ, những gì bạn không làm cũng quan trọng như những gì bạn làm. Trong chương này, Graham liệt kê những điều "không nên làm" của mình đối với các nhà đầu tư xông xáo. Sau đây là danh sách đó cho ngày nay.

CHÓ BÃI RÁC?

Các trái phiếu có tỷ suất lợi tức cao - những gì Graham gọi là "cấp hai" hoặc "cấp thấp" mà ngày nay được gọi là "trái phiếu rác" (junk bond) - nhanh chóng nhận được sự từ chối từ Graham. Vào thời của ông, đa dạng hóa để tránh rủi ro của việc công ty bị vỡ nợ đối với một nhà đầu tư cá nhân là việc làm quá tốn kém và rắc rối[161]. (Để biết sự vỡ nợ có thể tệ đến mức nào, và sự cẩu thả đến thế nào mà kể cả các nhà đầu tư trái phiếu chuyên nghiệp "tinh tế" có thể mua phải chúng, hãy xem phần đóng khung ở trang sau). Tuy nhiên, ngày nay, có hơn 130 quỹ tương hỗ chuyên về các trái phiếu rác. Những quỹ này mua trái phiếu cả một đống; họ giữ hàng tá trái phiếu khác nhau. Điều này làm vô hiệu hóa những lời phàn nàn của Graham về sự khó khăn trong việc đa dạng hóa. (Tuy nhiên, định kiến của ông đối với các giảm 1 size ưu đãi có tỷ suất lợi tức cao vẫn đúng, vì vẫn không có cách nào rẻ và phổ biến để dàn trải rủi ro của chúng.) Từ năm 1978, thị trường trái phiếu rác có mức vỡ nợ trung bình hằng năm là 4,4% - nhưng, kể cả sau khi bị vỡ nợ, các trái phiếu rác vẫn tạo ra mức sinh lợi trung bình hằng năm là 10,5% so với 8,6% đối với các trái phiếu kho bạc Mỹ[162]. Không may, hầu hết các quỹ trái phiếu rác lại đòi mức phí rất cao và thực hiện rất kém việc bảo toàn lượng vốn đầu tư ban đầu của bạn. Một quỹ trái phiếu rác có lẽ thích hợp nếu bạn đã nghỉ hưu, và đang tìm kiếm thu nhập thêm hằng tháng để thêm vào lương hưu của bạn, và có thể chịu được sự rối loạn giá trị tạm thời. Nếu bạn làm việc ở ngân hàng hoặc một công ty tài chính, sự tăng mức lãi suất đột ngột có thể giới hạn mức tăng lương của bạn hoặc thậm chí là đe dọa sự ổn định nghề nghiệp của bạn - do đó một quỹ trái phiếu rác thường vượt qua hầu hết các quỹ trái phiếu khác khi lãi suất tăng và sẽ là hợp lý khi dùng nó để đối trọng trong 401 (k) của bạn. Mặc dù vậy, một quỹ trái phiếu rác chỉ là một lựa chọn nhỏ - không phải là nghĩa vụ - đối với nhà đầu tư thông minh.

MỘT THẾ GIỚI ĐAU KHỔ ĐÕI VỚI CÁC TRÁI PHIẾU WORLDCOM Mua một trái phiếu chỉ vì tỷ suất lợi tức của nó giống như kết hôn chỉ vì tình dục vậy. Nếu thứ đầu tiên cuốn hút bạn biến mất, bạn sẽ thấy mình tự hỏi: "Còn gì nữa?" Khi mà câu trả lời là "Không còn gì cả", thì người trong cuộc hôn nhân và người giữ trái phiếu đều có trái tim tan nát như nhau.

Vào ngày 9/5/2001, WorldCom, Inc. đã bán ra lượng trái phiếu lớn nhất trong lịch sử công ty của Mỹ; trị giá 11,9 tỉ đô la. Trong số những người mua bị lôi cuốn bởi tỷ suất lợi tức lên tới 8,3% có California Public Employees' Retirement System (Hệ thống hưu của các viên chức bang California), một trong những quỹ lương hưu lớn nhất thế giới; Retirement Systems of

Alabama (Các hệ thống hưu bang Alabama), mà các nhà quản lý của nó sau đó giải thích rằng "các tỷ suất lợi tức cao" đã "rất lôi cuốn chúng tôi vào lúc mua"; và quỹ Strong Corporate Bond Fund, nơi mà người đồng quản lý thích thú với tỷ suất béo bở của WorldCom đến nỗi ông ta huênh hoang rằng, "chúng tôi được trả hơn cả mức tương xứng với rủi ro"(1).

Nhưng chỉ cần một cái liếc mắt 30 giây vào tập quảng cáo trái phiếu của WorldCom cũng cho thấy rằng các trái phiếu này không những không đem tới điều gì ngoài tỷ suất lợi tức của nó - mà còn mang tới tất cả những gì gây thua lỗ. Hai trong năm năm trước, thu nhập trước thuế của WorldCom (lợi nhuận của công ty trước khi trả thuế cho IRS) thấp hơn mức để bù đắp những chi phí cố định phải trả của nó (tức chi phí của việc trả lai suất cho những người nắm trái phiếu của nó) một khoản khổng lồ 4,1 tỉ đô la. WorldCom chỉ có thể trả những khoản thanh toán trái phiếu đó bằng cách vay thêm tiền từ các ngân hàng. Và bây giờ, với lượng trái phiếu mới khổng lồ này, WorldCom lại làm tăng các chi phí lai suất của mình thêm 900 triệu đô la mỗi năm(2)! Theo như lời của ông Creosote trong truyện Ý nghĩa cuộc sống của con trăn Monty, WorldCom đã nhồi nhét bản thân nó đến mức sẽ phải nổ tung.

Không có tỷ suất lợi tức nào có thể đủ cao để bù đắp cho một nhà đầu tư dám liều lĩnh với sự bùng nổ kiểu như vậy. Các trái phiếu WorldCom đúng là có tạo ra tỷ suất lợi tức béo bở 8% trong một vài tháng. Nhưng rồi sau đó, như Graham hẳn sẽ dự đoán, tỷ suất này bỗng nhiên chẳng có được một sự che chở nào:

- WorldCom công bố phá sản vào tháng 7/2002.

- WorldCom đã thừa nhận vào tháng 8/2002 rằng công ty này đã phóng đại lợi tức của mình thêm 7 tỉ đô la(3).

- Các trái phiếu của WorldCom đã bị vỡ nợ khi công ty không còn trả được chi phí tiền lãi của mình; các trái phiếu mất tới 80% giá trị ban đầu.

(1) Xem www.calpers.ca.gov/whatshap/hottopic/ worldcom_ faqs. thm và WWW. calpers. ca.gov/ WorldCom đã nhồi nhét bản thân nó đến mức sẽ phải nổ tung.

Không có tỷ suất lợi tức nào có thể đủ cao để bù đắp cho một nhà đầu tư dám liều lĩnh với sự bùng nổ kiểu như vậy. Các trái phiếu WorldCom đúng là có tạo ra tỷ suất lợi tức béo bở 8% trong một vài tháng. Nhưng rồi sau đó, như Graham hẳn sẽ dự đoán, tỷ suất này bỗng nhiên chẳng có được một sự che chở nào:

- WorldCom công bố phá sản vào tháng 7/2002.

- WorldCom đã thừa nhận vào tháng 8/2002 rằng công ty này đã phóng đại lợi tức của mình thêm 7 tỉ đô la(3).

- Các trái phiếu của WorldCom đã bị vỡ nợ khi công ty không còn trả được chi phí tiền lãi của mình; các trái phiếu mất tới 80% giá trị ban đầu.

(1) Xem www.calpers.ca.gov/whatshap/hottopic/ worldcom_ faqs. thm và WWW. calpers. ca.gov/ DANH MỤC đầu tư VODKA VÀ BÁNH BURRITOE163] Graham coi các trái phiếu ngoại không hơn gì các trái phiếu rác[164]. Tuy nhiên, ngày nay, một vài trái phiếu ngoại có thể có một chút hấp dẫn đối với những nhà đầu tư nào chịu được mức rủi ro lớn. Khoảng một tá quỹ tương hỗ chuyên về các trái phiếu được phát hành ở các đất nước có thị trường mới nổi (hay những nước đã từng được gọi là "các nước thuộc Thế giới Thứ Ba") như Brazil, Mexico, Nigeria, Nga và Venezuela. Không có nhà đầu tư bình thường nào lại đặt hơn 10% tổng danh mục đầu tư trái phiếu của mình vào các cổ phiếu đãy vị kích thích này. Song các quỹ trái phiếu cho những thị trường mới nổi rất ít khi chuyển động cùng nhịp với thị trường chứng khoán Mỹ; do vậy chúng là một trong những đầu tư hiếm hoi ít khả năng sẽ giảm chỉ vì chỉ số Dow giảm. Điều này có thể cho bạn một góc an toàn nhỏ trong danh mục đầu tư lúc bạn có thể cần nó nhất[165].

CHẾT BĂNG CÁI CHẾT CỦA NHÀ KINH DOANH Như chúng ta đã thấy trong chương 1, việc kinh doanh trong ngày - tức là giữ các chứng khoán khoảng vài tiếng mỗi lần - là một trong những vũ khí tốt nhất từng được phát minh ra để giúp tự sát về mặt tài chính. Một số giao dịch của bạn có thể làm ra tiền, song hầu hết các giao dịch sẽ làm bạn mất tiền, trong khi nhà môi giới của bạn sẽ luôn được tiền.

Và sự háo hức của bạn khi mua hoặc bán một chứng khoán có thể làm giảm mức sinh lợi của bạn. Một người liêu lĩnh mua một chứng khoán có thể dễ dàng phải trả giá cao hơn 10 xu so với mức giá cổ phần gần thời điểm đó nhất trước khi có bất kỳ người bán nào muốn bán nó. Chi phí thêm đó, được gọi là "tác động thị trường" không bao giờ hiện lên trong báo cáo môi giới của bạn, nhưng nó là có thực. Nếu bạn quá háo hức để mua 1.000 cổ phần của một chứng khoán và bạn đẩy giá của nó lên chỉ năm xu thôi, bạn cũng vừa làm mất của mình 50 đô la vô hình nhưng lại rất thực.

Ngược lại, khi các nhà đầu tư hoảng loạn đang rối tít lên để bán một chứng khoán và họ vứt nó đi với mức giá thấp hơn mức giá gần nhất, sự tác động thị trường cũng lại trúng đích.

Chi phí giao dịch mài mòn mức sinh lợi của bạn như giấy ráp vậy. Mua hoặc bán một chứng khoán "ăn khách" nho nhỏ có thể có mức phí từ 2% đến 4% (hoặc 4% đến 8% với một giao dịch mua và bán quay vòng).[166] Nếu bạn đặt 1.000 đô la vào một chứng khoán, chi phí giao dịch của bạn có thể ăn mất tới khoảng 40 đô la ngay cả trước khi bạn bắt đầu. Bán chứng khoán đó đi; và bạn có thể lại mất thêm 4% chi phí giao dịch.

À mà vẫn còn một điều nữa. Khi bạn kinh doanh chứ không phải đầu tư, các lợi nhuận dài hạn của bạn (bị đánh thuế tại mức lãi vốn tối đa là 20%) sẽ biến thành thu nhập bình thường (bị đánh thuế tại mức tối đa là 38,6%).

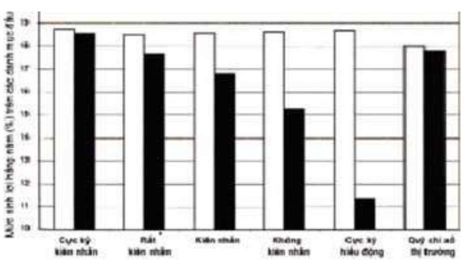
Cộng tất cả lại, và một nhà kinh doanh chứng khoán cần phải thu được ít nhất 10% chỉ để hòa vốn việc mua và bán một chứng khoán[167]. Ai cũng có thể làm được điều đó một lần, chỉ nhờ vào vận may. Làm được điều đó một cách thường xuyên, đủ để có thể biện minh cho

mối quan tâm luôn ám ảnh mà điều đó đòi hỏi - cộng với sự căng thẳng kinh khủng mà nó tạo ra - là không thể được.

Hàng nghìn người đã thử, và bằng chứng rất rõ ràng: Bạn kinh doanh càng nhiều thì bạn mất càng nhiều.

Các giáo sư tài chính Brad Barber và Terrance Odean của Đại học California đã nghiên cứu sổ sách kinh doanh của hơn 66.000 khách hàng của một công ty môi giới chi phí thấp lớn. Từ năm 1991 đến 1996, các khách hàng này đã thực hiện hơn 1,9 triệu giao dịch. Trước khi chi phí giao dịch ăn mòn mất mức sinh lợi của họ, những người trong nghiên cứu này thật ra đã vượt qua thị trường trung bình ít nhất nửa điểm phần trăm một năm. Nhưng sau khi tính chi phí giao dịch, những người năng động nhất trong những nhà kinh doanh này - những người đã chuyển dịch hơn 20% số cổ phần chứng khoán của mình một tháng - đã từ chỗ vượt qua thị trường trở thành kém nó một lượng ghê gớm 6,4 điểm phần trăm một năm. Thế nhưng những nhà đầu tư bình tĩnh nhất - những người chỉ kinh doanh một lượng tí xíu 0,2% trong tổng số các cổ phần của mình trong một tháng trung bình - đã vượt qua thị trường được một tẹo, kể cả sau khi tính chi phí giao dịch. Thay vì đưa một khối khổng lồ lợi nhuận của mình cho các nhà môi giới và IRS, họ được giữ gần hết mọi thứ[168]. Để xem các kết quả này, hãy xem Hình 6-1.

HÌNH 6-1 Bạn chạy càng nhanh thì càng bị tụt lại xa hơn ồ *■



Các nhà nghiên cứu Brad Barber và Terrance Odean đã chia hàng nghìn nhà giao dịch thành 5 phân khúc dựa trên việc họ đã quay vòng các cổ phiếu của họ một cách thường xuyên đến mức nào. Những người nào giao dịch ít nhất (ở bên trái) giữ được phần lớn lãi của mình. Còn những người không kiên nhẫn hoặc cực kỳ hiếu động chỉ làm giàu cho các nhà môi giới của họ chứ không phải cho chính họ (các cột ở tận cùng bên phải nêu quỹ chỉ số thị trường để so sánh).

Nguồn'ẵề Các giáo sư Barber, Đại học California tại Davis, và Terrance Odean, Đại học California tại Berkeley Lợi nhuận chưa trừ chi phí giao dịch Lợi nhuận đã trừ chi phí giao dịch



Nguồn: VA Linux Systems Inc.; www.morningstar.com

Bài học rất rõ ràng: Đừng có làm gì cả, cứ đứng nguyên đấy. Đã đến lúc mọi người nhận ra rằng thuật ngữ "nhà đấu tư dài hạn" là thừa. Nhà đầu tư dài hạn sẽ là kiểu nhà đầu tư duy nhất. Một người không thể giữ các chứng khoán trong hơn một vài tháng mỗi lần ắt sẽ phải trở thành nạn nhân chứ không phải kẻ thắng cuộc.

TRÂU CHẬM UỐNG Nước ĐỤC Trong những độc tố làm giàu nhanh chóng đã đầu độc suy nghĩ của cồng chúng đầu tư vào những năm 1990, cái nguy hiểm nhất là ý nghĩ rằng bạn có thể làm giàu bằng cách mua các IPO. Một IPO là một chứng khoán "phát hành ra công chúng lần đầu", hay lần bán đầu tiên của một cổ phiếu công ty cho công chúng. Ban đầu, việc đầu tư vào các IPO nghe có vẻ là một ý tưởng tuyệt vời - quả thực, nếu bạn mua 100 cổ phiếu của Microsoft khi nó được bán cho công chúng vào ngày 13/3/1986, khoản đầu tư 2.100 đô la của bạn sẽ nở thành 720.000 đô la vào đầu 2003[169]. Và các giáo sư tài chính Jay Ritter và William Shwert đã cho thấy rằng nếu bạn rải tổng cộng chỉ có 1.000 đô la trên tất cả các IPO vào tháng 1/1960 tại mức giá bán của nó, sau đó đem bán hết vào cuối tháng đó, rồi lại đầu tư mới vào một loạt các IPO của tháng sau đó, thì danh mục đầu tư của bạn sẽ có giá trị hơn 533 nhân với 10 mũ 33 (1033) đô la vào cuối năm 2001.

(Trên trang giây ỉn, con sô đó trông như thê này: 533.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000 đô la) Không may thay, với mỗi IPO thắng lớn như Microsoft, lại có hàng nghìn cái thua lỗ khác. Các nhà tâm lý học Daniel Kahnerman và Amos Tversky đã cho thấy khi con người ước tính khả năng hoặc tần suất xảy ra của một sự kiện, sự đánh giá đó không phải dựa trên tằn suất thực sự của sự kiện, mà dựa trên sự nổi bật của các ví dụ quá khứ. Chúng ta luôn muốn mua chứng khoán "Microsoft tương lai" - chính vì chúng ta đã không mua được chứng khoán Microsoft ban đâu. Nhưng chúng ta thường tự động bỏ qua thực tế là hầu hết các IPO là sựđầu tư tồi tệ. Bạn có thể sẽ thu được 533 nhân 1033 đô la đó chỉ khi bạn không bao giờ bỏ lỡ một chứng khoán ăn thắng hiếm có nào của thị trường IPO - một điều hầu như không thể. Cuối cùng, hầu hết các mức sinh lợi cao của các IPO đã bị thâu tóm bởi các thành viên của một câu lạc bộ riêng biệt độc quyền - các ngân hàng đầutưvà công ty quỹ lớn được mua các cổ phiếu tại mức giá ban đầu (tức giá "bao tiêu"), trước khi chứng khoán bắt đâu được bán ra cho công chúng. Các cuộc phát hành IPO lớn nhất thường xảy ra với những chứng khoán nhỏ tới nỗi các nhà đầu tư lớn cũng không thể có được cổ phần này; chúng không đủ cho tất cả mọi người.

Nếu cũng như hầu hết các nhà đầu tư khác, bạn chỉ có thể tiếp cận được với các IPO sau khi cổ phiếu của chúng đã vượt quá xa so với mức giá độc quyền ban đầu, các kết quả của bạn sẽ

rất tồi tệ. Từ năm 1980 đến 2001, nếu bạn mua một chứng khoán IPO trung bình tại giá đóng cửa bán ra công chúng đầu tiên của nó, và giữ nó trong ba năm, bạn sẽ kém thị trường chung là hơn 23 điểm phần trăm mỗi năm[170].

Có lẽ không có chứng khoán nào thể hiện giấc mơ viển vông về việc làm giàu từ IPO thích hợp hơn VA Linux. "LNUX THE NEXT MS FT" ("Linux là Microsoft tiếp theo"), một người mua sớm thốt lên; "MUA BÂY GIỜ VÀ NGHỈ HƯU TRONG NĂM NĂM NỮA"[171]. Vào ngày 9/12/1999, chứng khoán này được đưa ra với giá bán ra công chúng ban đầu là 30 đô la. Nhưng nhu cầu của chúng ghê gớm đến nỗi khi NASDAQ mở cửa sáng hôm đó, không có người sở hữu ban đầu nào của VA Linux chịu bán cổ phần của mình cho đến khi mức giá đạt 299 đô la. cổ phiếu này đạt đỉnh là 320 đô la và đóng cửa với giá 239,25 đô la, mức lãi vốn 697,5% chỉ trong một ngày. Nhưng phần lãi đó vào túi một nhúm các tổ chức kinh doanh; còn các nhà đầu tư cá nhân thì hầu như bị đóng băng ở bên ngoài.

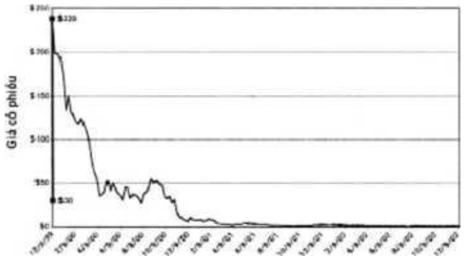
Điêu quan trọng hơn, việc mua các IPO là một ý tưởng tồi vì nó vi phạm một cách trắng trợn một trong các định luật cơ bản của Graham: Cho dù có bao nhiêu người khác muốn mua một chứng khoán, bạn chỉ nên mua chứng khoán đó nếu đó là một cách rẻ để sở hữu một doanh nghiệp đáng giá. Tại mức giá đỉnh điểm của ngày đầu tiên, những người đầu tư đã đặt giá trị của các cổ phần của VA Linux ở mức tổng cộng 12,7 tỉ đô la. Kinh doanh của công ty có giá trị bao nhiêu? Chỉ mới chưa đầy 5 năm tuổi, VA Linux đã bán được tổng cộng 44 triệu đô la tiền phần mèm và dịch vụ của nó - nhưng lại mất 25 triệu đô la trong quá trình đó. Trong quý tài chính gần nhất của nó, VA Linux tạo ra 15 triệu đô la doanh số bán hàng, nhưng lại mất 10 triệu đô la vào đó. Công ty này do đó đang mất gần 70 xu với mỗi đô la nó thu vào. Thâm hụt tích dồn tổng cộng (lượng tiền tổng chi phí vượt quá lợi nhuận) của VA Linux là 30 triệu đô la.

Nếu VA Linux là một công ty giao dịch nội bộ sở hữu bởi người hàng xóm của bạn, và anh ta thò đầu qua hàng rào vào hỏi bạn xem bạn sẽ trả giá bao nhiêu để lấy cái công ty nhỏ bé đang vật lộn khỏi tay anh ta, thì bạn sẽ trả lời: §ẫA, 12,7 tỉ đô la nghe có vẻ hợp lý với tôi nhỉ?" Hay bạn ngược lại sẽ cười lịch sự, và quay lại vỉ thịt nướng của mình, và tự hỏi không biết ông hàng xóm mình đang hút cái gì vậy? Chỉ dựa vào mỗi sự đánh giá của bản thân, không ai trong chúng ta lại đồng ý trả gần 13 tỉ đô la cho một công ty thua lỗ đã nằm ở độ sâu 30 triệu đồ la trong hố rồi.

Nhưng khi chúng ta ở ngoài công chúng chứ không phải ở riêng tư nội bộ, khi mà sự định giá trở thành cuộc thi về sự nổi tiếng, giá của một chứng khoán có vẻ quan trọng hơn giá trị của công ty mà nó đại diện. Miễn là có người trả cao hơn bạn cho một chứng khoán, tại sao lại phải quan tâm đến giá trị kinh doanh của công ty?

Biểu đồ này cho biết tại sao.

HÌNH 6-2 Huyên thoại vẽ VA Linnux



Nguòn VA Linux Systems Inc. ; WWW momir>gs-t3rcom Sau khi đi lên như tên lửa vào ngày đầu tiên kinh doanh, VA Linux đã đi xuống như một cục bơ. Tới ngày 9/12/2002, ba năm sau khi chứng khoán này ở mức 239,50 đô la, VA Linux đóng cửa với mức 1,19 đô la một cổ phiếu.

Sau khi cân nhắc các chứng cứ một cách khách quan, nhà đầu tư thông minh sẽ kết luận rằng IPO không viết tắt cho "initial public offering" (phát ra công chúng lần đầu). Mà đúng hơn, nó còn là viết tắt cho:

It's Probably Overpriced (Nó hẳn là bị định giá quá cao) Imaginary Profits Only (Chỉ là lợi nhuận ảo), Insiders' Private Opportunity (Cơ hội riêng của kẻ nội bộ), hoặc Idiotic, Preposterous, and Outrageous (Ngu ngốc, vớ vẩn, và điên rồ).

CHƯƠNG 7 Phương châm phân bô đầu tư cho nhà đầu tư mạnh bạo: mặt tích cực Nhà đầu tư mạnh bạo, theo định nghĩa, sẽ dành tương đối nhiều sự quan tâm và nỗ lực của mình để hướng tới việc đạt được kết quả đầu tư cao hơn mức tãm thường. Trong cuộc thảo luận về phương châm đầu tư nói chung, chúng tôi đã đưa ra một số gợi ý về việc đầu tư trái phiếu mà chủ yếu là nhắm vào các nhà đầu tư mạnh bạo. Anh ta có thể sẽ quan tâm tới những cơ hội đặc biệt các kiểu sau:

1. Các trái phiếu New Housing Authority miễn thuế được bảo đảm chắc chắn bởi chính phủ Mỹ.

2. Các trái phiếu New Community chịu thuế nhưng có tỷ suất lợi tức cao, cũng được bảo đảm bởi chính phủ Mỹ.

3. Các trái phiếu công nghiệp miễn thuế được phát hành bời các chính quyền thành phố, nhưng được trả lãi bằng tiền thanh toán hợp đồng cho thuê tài sản của các công ty mạnh.

Những loại phát hành trái phiếu khác thường này đã được nhắc đến trong chương 4[172].

ở đầu bên kia của dãi phân bố có thể có những trái phiếu chất lượng thấp được mua với giá đủ thấp để bù cho các cơ hội dưới giá thật sự. Nhưng các trái phiếu đó có lẽ là thuộc về khu vực "tình huống đặc biệt", nơi không có sự phân biệt thực sự giữa trái phiếu và cổ phiếu thường[173].

Các hành động với cố phiếu thiròng Những hoạt động đặc trưng của nhà đầu tư mạnh bạo trong lĩnh vực cổ phiếu thường có thể được chia làm bốn đẽ mục:

1. Mua tại thị trường thấp và bán tại thị trường cao.

2. Mua các "cổ phiếu tăng trưởng" được chọn lọc kỹ lưỡng.

3. Mua các loại phát hành dưới giá (thấp hơn mệnh giá).

4. Mua trong những "tình huống đặc biệt".

Phương châm chung v'ê thị trường - công thức xác định thời điếm Chúng tôi dành chương sau đây để thảo luận về các khả năng và giới hạn của một phương châm tham gia vào thị trường khi nó đang suy thoái và đang bán tháo trong giai đoạn cuối của một đợt bùng nổ. Trong nhiều năm quá khứ, ý tưởng sáng láng này có vẻ vừa đơn giản vừa hợp lý, ít nhất là ngay từ lằn khảo sát đầu tiên biếu đò thị trường bao quát các thăng giáng định kỳ của nó. Chúng tôi đã thừa nhận một cách buôn bã rằng trong hoạt động của thị trường 20 năm qua đã không phù hợp với các hành động kiểu này xét trên bất cứ cơ sờ toán học nào. Các thăng giáng đã xảy ra, mặc dù về mức độ thì không hẽ nhỏ, song cũng căn phải có tài năng hoặc "giác quan" đặc biệt trong kinh doanh mới có thể tận dụng được chúng. Đây là một điều hoàn toàn khác so với sự thông minh mà chúng tôi mặc định là có ở bạn đọc, và chúng tôi cắn phải loại bồ các hành động dựa trên tài năng như vậy khỏi những tham chiếu của mình.

Phương pháp 50-50 mà chúng tôi đã đè xuất cho nhà đầu tư phòng vệ và được mô tả ở trang 109, có lẽ là công thức cụ thể hoặc tự động tốt nhất mà chúng tôi có thê’ gợi ý cho tất cã các nhà đâu tư trong những điều kiện của năm 1972. Nhưng chúng tôi đã đặt ra một khoảng chênh lệch lớn giữa 25% tối thiểu và 75% tối đa cho những cổ phiếu thường, là mức chúng tôi dành cho những nhà đâu tư có niềm tin chắc chắn hoặc về mức độ nguy hiểm hoặc về sự hấp dẩn của mức thị trường nói chung. Khoảng 20 năm trước, người ta có thể thảo luận rất chi tiết về một số công thức rõ ràng đề thay đối số phần trăm cổ phiếu thường, với sự tin tưởng rằng các phương pháp này có ứng dụng thiết thực[174]. Thời gian có vẻ đã bồ lại sau lưng các phương pháp đó, và sẽ là không mấy có lý khi thử tìm cách xác định mức mua và bán mới dựa vào những quy luật của thị trường từ năm 1949. Đó là một giai đoạn quá ngắn để đưa ra bất kỳ một hướng dẩn đáng tin cậy nào cho tương lai[175].

Cách tiếp cận cố phiếu tăng trưởng Mọi nhà đâu tư muốn chọn chứng khoán của các công ty hoạt động tốt hơn trung bình trong khoảng một số năm. Một cổ phiếu tăng trưởng có thể được định nghĩa là một chứng khoán đã làm được điều đó trong quá khứ và được mong đợi là sẽ làm được như vậy trong tương lai[176]. Do đó, điều này chỉ có vẻ hợp lý nẽu nhà đâu tư thông minh tập trung vào việc chọn các cổ phiếu tăng trưởng. Thật ra vẫn đề phức tạp hơn rất nhiều, như chúng tôi sẽ cố gắng chỉ ra.

Chỉ cần một công việc thống kê đơn thuần cũng nhận biết được các công ty đã "có kết quả thực hiện vượt trên mức trung bình" trong quá khứ. Nhà đầu tư có thể lấy được một danh sách khoảng 50 hoặc 100 công ty như vậy từ nhà môi giới của mình[177]. Vậy thì tại sao anh ta không chỉ đơn thuần chọn ra 15 hoặc 20 phát hành hấp dẫn nhất từ nhóm này và thế là anh ta đã có cho mình một danh mục chứng khoán đảm bảo thành công?

Có hai cái bẫy trong ý tưởng đơn giản này. Đầu tiên là các chứng khoán với hồ sơ tốt và các triển vọng rõ ràng tốt thì được bán với các mức giá cao tương ứng. Nhà đầu tư có thể đã đúng trong việc đánh giá triển vọng của chúng mà vẫn không làm ăn tốt được, chỉ vì anh ta đã trả một mức giá toàn phần (hoặc có lẽ là trả quá cao) cho sự thành công mong đợi. Thứ hai là sự đánh giá của anh ta về tương lai có thể hóa ra là sai. Sự tăng trưởng nhanh khác thường không thể kéo dài mãi;Ể khi một công ty đã thể hiện được sự mở rộng tuyệt vời, thì chính sự tăng kích thước đó khiến việc lặp lại các thành tích khó hơn. Tại một thời điểm nào đó đường cong tăng trưởng sẽ duỗi ngang, và trong nhiều trường hợp nó còn đi xuống.

Rõ ràng là nếu một người tự giới hạn mình vào một số chứng khoán được chọn, dựa trên nhận thức về quá khứ, anh ta có thể thể hiện rằng sự giàu có hoàn toàn có thể được tạo ra hoặc bị mất đi trong lĩnh vực cổ phiếu tăng trưởng. Làm thế nào để một người có thể đánh giá tương đối đúng về những kết quả đạt được ở đây? Chúng tôi nghĩ các kết luận tương đối chính xác có thể được rút ra từ việc nghiên cứu các kết quả đạt được bởi các quỹ đầu tư chuyên về cách tiếp cận cổ phiếu tăng trưởng. Cuốn sách hướng dẫn có uy tín có nhan đè Investment Companies (Các công ty đầu tư); xuất bản hằng năm bởi công ty Arthur Wiesenberger & Company, các thành viên của sở Giao dịch Chứng khoán New York, đã tính

kết quả hoạt động hằng năm của 120 "quỹ đầu tư tăng trưởng" như vậy sau một số năm. Trong đó, 45 quỹ có hồ sơ bao trùm 10 năm hoặc hơn. Lợi nhuận tổng quát trung bình của các công ty này - không được tính trọng số theo quy mô của quỹ - tính ra là khoảng 108% trong thập kỷ 1961- 1970, so với 105% của chỉ số tổng hợp s & p và 83% của chỉ số DJIA[178]. Trong hai năm 1969 và 1970, phần lớn trong 126 "quỹ đâu tư tăng trưởng" đã hoạt động kém hơn cà hai chỉ số này. Các kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong những nghiên cứu trước đó của chúng tôi. Điêu được suy ra ở đây là không có phần thưởng xuất sắc nào được thu từ việc đầu tư đa dạng vào công ty tăng trưởng so với kết quả từ cổ phiếu thường nói chung[179].

Không có lý do gì đề nghĩ rằng một nhà đâu tư thông minh trung bình, kê' cả với nỗ lực tận tụy, có thể thu được các kết quả tốt hơn sau nhiều năm từ việc mua các cổ phiếu tăng trưởng, so với các công ty đâu tư chuyên về lĩnh vực này. Rõ ràng các tổ chức này có sẵn trí tuệ và phương tiện nghiên cứu tốt hơn bạn. Do đó, chúng tôi sẽ phải khuyên các nhà đâu tư mạnh bạo không nên quá quan tâm đễn các cổ phiếu tăng trưởng theo cách thông thường[180]. Đây là kiều mà trong đó các triển vọng tuyệt vời được thị trường nhận biết hoàn toàn và đã được phản ánh trong tỷ lệ giá/lợi tức hiện tại, chẳng hạn, là cao hơn 20. (Đối với nhà đầu tư phòng vệ, chúng tôi khuyên giới hạn trên của giá mua là 25 lần lợi tức trung bình trong bảy năm qua. Hai chỉ tiêu này sẽ gần như là tương đương trong hầu hết các trường hợp[181]).

Một điều ấn tượng về các cổ phiếu tăng trưởng với tư cách một nhóm là chúng có xu hướng dao động mạnh về giá thị trường. Điêu này đúng với những công ty lớn nhất và có lịch sử lâu dài nhất - chẳng hạn như General Electric và International Business Machines - và còn đúng hơn nữa với những công ty thành công mới hơn và nhỏ hơn. Chúng minh họa cho giả thiết của chúng tôi là đặc điểm chủ yếu của thị trường chứng khoán kế từ năm 1949 chính là sự xuất hiện của yếu tố đầu cơ cao vào cổ phiếu của những công ty có thành công lớn nhất, mà bản thân chúng cũng có được sự đánh giá tín nhiệm đầu tư cao. (Xếp hạng tín dụng của chúng thuộc loại tốt nhất, và chúng chi trả lai suất thấp nhất cho những khoản vay của mình.) Tính chất đầu tư của một công ty như vậy có thể sẽ không thay đổi qua nhiều năm, nhưng các tính chất rủi ro của chứng khoán của nó sẽ dựa vào những gì xảy ra với thị trường chứng khoán. Công chúng càng thích thú với nó, và sự tăng giá của nó càng nhanh bao nhiêu so với sự tăng lợi tức thực, thì nó càng trở thành một đầu tư rủi ro[182].

Song bạn đọc có thể hỏi rằng chẳng phải nhiều tài sản rất lớn được tạo ra từ cổ phiếu thường, là do những người đã đóng góp đáng kể vào một công ty trong những năm đầu mà họ đã tin tưởng rất nhiều vào tương lai của nó, họ đã giữ cổ phiếu ban đầu của nó không he lưỡng lự khi chúng tăng giá trị gấp 100 lần hoặc hơn đó sao? Câu trả lời là "Đúng". Nhưng sự giàu có lớn từ việc đầu tư vào một công ty hầu như luôn được hiện thực hóa bởi những người có mối quan hệ gần gũi với công ty đó - qua việc làm công ở đó, quan hệ gia đình, v.v - điều đó giải thích cho việc họ đặt một phần lớn vốn của mình vào một cổ phiếu và giữ lấy chúng qua mọi thăng trầm, mặc cho biết bao điều đã hấp dẫn họ bán với mức giá rõ ràng rất cao trong suốt cả quá trình. Một nhà đầu tư mà không có mối quan hệ cá nhân gần gũi như vậy sẽ liên tục

gặp phải câu hỏi là liệu có phải một phần quá lớn quỹ tiền của anh ta đang đặt vào chỉ một công ty[183]. Mỗi lần giảm giá - cho dù sau đấy nó cho thấy chỉ là tạm thời - sẽ nhấn thêm vào vấn đề của anh ta,[È] và sức ép trong cũng như ngoài sẽ dễ buộc anh ta chọn những gì có vẻ là khoản lợi nhuận ngon, nhưng thật ra còn lâu mới là một món hời tuyệt đối[184].

Ba lĩnh vực gợi ý cho "đâu tư mạnh bạo”

Để đạt được những kết quả đầu tư cao hơn trung bình sau một khoảng thời gian dài cần có phương châm lựa chọn hoặc hành động với hai phẩm chất sau: (1) Nó phải vượt qua được các phép kiểm định khách quan hoặc hợp lý về độ vững chắc nền tảng; và (2) nó phải khác với phương châm mà hầu hết các nhà đầu tư và đầu cơ hiện đang tuân theo. Kinh nghiệm và nghiên cứu của chúng tôi khiến chúng tôi gợi ý ba phương pháp đầu tư đạt các chỉ tiêu này. Chúng khác nhau xa, và mỗi cái đèu yêu cầu sự hiểu biết và tâm lý khác nhau ở người dùng nó.

Công ty lớn nhưng tương đối ít được ưa chuộng Nễu chúng tôi cho rằng thói quen của thị trường là đánh giá quá cao những cổ phiếu thường thể hiện sự tăng trưởng xuất sắc hoặc những chứng khoán rất hào nhoáng vì lý do khác, thì cũng hợp lý khi trông đợi rằng thị trường sẽ đánh giá thấp - ít ra là một cách tương đối - những công ty không được ưa chuộng vì những diễn biến không thuận lợi mang tính tạm thời. Điêu này có thể được coi là quy luật cơ bân của thị trường chứng khoán, và nó gợi ra một phương pháp đầu tư đâm bảo cả sự thận trọng và hứa hẹn.

Yêu cầu chính ở đây là nhà đầu tư mạnh bạo cân tập trung vào những công ty lớn đang trải qua thời kỳ ít được ưa chuộng. Trong khi các công ty nhỏ cũng có thể bị đánh giá thấp vì những lý do tương tự, và trong nhiều trường hợp sau đó chúng có thể sẽ tăng lợi tức và giá cổ phiếu, chúng có rủi ro bị mất lợi nhuận nhất định cũng như nhận sự thờ ơ kéo dài của thị trường mặc cho lợi tức tăng lên. Các công ty lớn do đó có lợi thế gấp đôi so với những công ty khác. Thứ nhất, chúng có sức mạnh về vốn và trí não để vượt qua sự bất lợi và trở lại với nên tảng lợi tức thỏa đáng. Thứ hai, thị trường có khả năng phản ứng với một tốc độ hợp lý đối với bất cứ tiến bộ nào được thể hiện.

Một biểu hiện quan trọng về sự vững chắc của giả thiết này được tìm thấy trong những nghiên cứu về động thái giá cả của các chứng khoán phát hành không được ưa chuộng trong chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones. Trong các nghiên cứu này, giả dụ rằng ta đầu tư mỗi năm vào sáu hoặc mười chứng khoán phát hành nằm trong DJIA, những cái được bán với hệ số nhân thấp nhất của lợi tức năm hiện tại hoặc năm trước đó của chúng. Chúng có thể được gọi là những chứng khoán "rẻ nhất" trong danh sách, và mức rẻ của chúng rõ ràng là phản ánh sự tương đối ít được ưa chuộng về phía các nhà đầu tư hoặc kinh doanh. Giả dụ thêm rằng những chứng khoán được mua này sẽ được bán đi vào cuối những giai đoạn sở hữu dài từ một đến năm năm. Kết quả của những đầu tư này sau đó được đem so sánh với kết quả được thể hiện trong DIJA xét tổng thể, hoặc trong nhóm có hệ số nhân cao nhất (tức được ưa chuộng nhất).

Tư liệu chi tiết mà chúng tôi có được bao trùm kết quả của các lần mua hằng năm được giả định là xảy ra mỗi năm trong 53 năm vừa qua[185]. Trong thời kỳ đầu, 1917-1933, phương pháp này có vẻ không thu lợi nhuận. Nhưng kể từ năm 1933 phương pháp này đã cho thấy những kết quả rất thành công. Trong 34 phép kiểm định thực hiện bởi công ty Drexel & Company (hiện giờ là Drexel Firestone)[186] về những nắm giữ chứng khoán chỉ một năm - trong các năm từ 1937 đến hết 1969 - các chứng khoán rẻ có kết quả kém hơn nhiều so với DJIA chỉ trong ba trường hợp; các kết quả xấp xỉ nhau trong sáu trường hợp; và các chứng khoán rẻ đã có hiệu quả rõ ràng hơn mức trung bình trong 25 năm. Diễn biến kết quả tốt hơn liên tục của các chứng khoán có hệ số thấp được nêu ra (bảng 7-2) theo kết quả trung bình của những giai đoạn năm năm liên tiếp, được so với các chứng khoán trong DJIA và mười chứng khoán có hệ số cao.

BẢNG 7-2: Tỷ lệ phân trăm lãi hoặc lỗ trung bình năm, 1937- 1969

Giai đoạn	10 chứng khoán phát hành có hệ số thấp	10 chứng khoán phát hành có hệ sô cao	30 chứng khoán DJIA
1937-1942	-2,2	-10,0	-6,3
1943-1947	17,3	8,3	14,9
1948-1952	16,4	4,6	9,9
1953-1957	20,9	10,0	13,7
1958-1962	10,2	-3,3	3,6
1963-1969 (8 năm)	8,0	4,6	4,0

Tính toán của Drexel còn cho thấy một khoản đầu tư ban đầu là 10.000 đô la vào các chứng khoán phát hành có hệ số thấp vào năm 1936, và chuyển đổi mỗi năm theo nguyên tắc đề ra, sẽ phát triển thành 66.900 đô la vào năm 1962. Các hành động tương tự với những chứng khoán hệ số cao sẽ có kết quả với giá trị chỉ có 25.300 đô la,[Ê] trong khi một hành động với cả 30 chứng khoán sẽ tăng vốn ban đầu lên 44.000 đô la[187]T Việc mua các "công ty lớn không được ưa chuộng" và thực hiện nó trên cơ sở nhóm, như được mô tả ở trên, đêu khá đơn giản. Nhưng khi xem xét các công ty đơn lẻ thì cần quan tâm tới một yếu tố đặc biệt có tính chất ngược lại. Các công ty vốn có tính đầu cơ do lợi tức thay đổi nhiều thường bán ở cả mức giá tương đối cao và ở hệ số nhân tương đối thấp trong những năm tốt đẹp của chúng, và ngược lại, bán ở mức giá tương đối thấp và ở hệ số nhân cao trong những năm tồi tệ của chúng. Những mối quan hệ này được minh họa trong bảng 7-3, bao trùm những dao động của cổ phiếu thường của Chrysler Corp. Trong những trường hợp này, thị trường có đủ sự

hoài nghi về lợi nhuận cao bất thường kéo dài, để đánh giá chúng một cách thận trọng, và ngược lại khi lợi tức thấp hoặc không có. (Lưu ý rằng, theo tính toán, nẽu một công ty kiếm được "gắn như không" thì các cổ phần của nó phải được bán ở hệ số cao của các lợi nhuận nhỏ xíu này).

BẢNG 7-3: Giá và lợi tức cố phiếu thường của Chrysler, 1952-1970

Năm	Lợi tức trên một cổ phiếu (đô la)	Mức giá cao hoặc thấp	Tỷ số P/E
1952	9,04	Cao 98	10,8
1954	2,13	Thấp 56	26,2
1955	11,49	Cao 101,5	8,8
1956	2,29	Thấp 52 (năm 1957)	22,9
1957	13,75	Cao 82	6,7
1958	(def.) 3,88	Thấp 44a	—
1968	24,92b	Cao 294b	11,8
1970	def.	Thấp 65b	—

a Mức giá thấp của năm 1962 là 37,5.

b Đã được điều chỉnh cho sự chia tách cổ phiếu; def..[ằ] thua lỗ ròng.

Hóa ra Chrysler lại khá khác biệt trong danh sách những công ty hàng đấu của DJIA, và do đó nó không ảnh hưởng nhiều tới các tính toán hệ số nhân thấp. Sẽ khá dễ tránh việc đưa những chứng khoán phát hành khác thường như vậy vào trong một danh sách hệ số nhân thấp bằng cách đặt thêm yêu cầu là giá phải thấp so với lợi tức trung bình trong quá khứ hoặc thông qua một kiểm định tương tự như vậy.

Khi viết cuốn tái bản này, chúng tôi đã thử kiểm tra những kết quả của phương pháp hệ số nhân thấp DJIA với một nhóm giả dụ được mua vào cuối năm 1968 và được định giá lại vào ngày 30/6/1971. Lần này các số liệu lại thể hiện khá thất vọng, với sự thua lỗ nặng đối với sáu hoặc mười chứng khoán hệ số thấp và lợi nhuận tốt cho những lựa chọn hệ số cao. Một trường hợp xấu này không nên làm vô hiệu hóa những kết luận dựa vào khoảng 30 thí nghiệm, nhưng việc nó xảy ra gần đây khiến nó có trọng lượng bất lợi đặc biệt. Có lẽ nhà đầu tư xông xáo nên bắt đầu với ý tưởng hệ số thấp, song nên thêm các yêu cầu định lượng và định tính khác vào đó trong khi hình thành danh mục đầu tư của mình.

Việc mua các chứng khoán phát hành giá hời Chúng tôi định nghĩa một phát hành giá hời (bargain issue) là một phát hành mà, dựa vào các kết quả đã được khẳng định qua phân tích, có vẻ đáng giá hơn nhiều so với mức giá bán của nó. Những loại này gồm trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi bán dưới mệnh giá đáng kể, cũng như các cổ phiếu thường. Để càng cụ thể càng tốt, chúng tôi đê xuất rằng một phát hành không phải là một phát hành giá hời đích thực trừ phi giá trị bán của nó giảm ít nhất hơn 50% so với giá của nó.

Nhưng thực tế nào có thể đảm bảo rằng có tồn tại trên đời sự chênh lệch như vậy? Bằng cách nào các phát hành giá hời lại có thể xuất hiện, và làm thế nào đề nhà đau tư kiếm được lợi nhuận từ chúng?

Có hai phép kiểm định để phát hiện một cổ phiếu thường giá hời. Phép kiếm định thứ nhất là bằng phương pháp định giá. Điều này phụ thuộc nhiều vào việc ước tính lợi tức tương lai và sau đó nhân nó với một hệ số thích hợp đối với phát hành cụ thể đó. Nếu kết quả giá trị đủ cao hơn giá thị trường - và nếu nhà đầu tư tự tin vào phương pháp đang sử dụng - anh ta có thể coi chứng khoán đó là một phát hành giá hời. Phép kiếm định thứ hai là về giá trị của doanh nghiệp đối với một người sở hữu nội bộ. Giá trị này cũng thường được quyết định chủ yếu bời lợi tức tương lai được kỳ vọng - mà trong trường hợp đó, kết quả có thể sẽ giống với phép kiếm định đầu. Nhưng trong lẳn kiếm định thứ hai, sự chú ý lớn hơn sẽ được đặt vào giá trị có thế chuyên hóa thành tiền của các tài sản, với sự nhấn mạnh đặc biệt vào tài sản ròng hiện tại, tức là vốn lưu động.

Tại các điểm thấp trong thị trường nói chung, một phần lớn cổ phiếu thường được phát hành giá hời, nếu đo bằng các tiêu chuẩn này. (Một ví dụ điển hình là cổ phiếu General Motors, khi nó được bán với giá dưới 30 đô la vào năm 1941, tương đương với chỉ 5 đô la đối với các cổ phiếu của năm 1971. Công ty này đã kiếm được lợi tức vượt 4 đô la và chi trả 3,50 đô la, hoặc hơn thế, cho cổ tức). Đúng là lợi tức hiện tại và các khả năng trước mắt đều có thể kém, nhưng sự đánh giá sáng suốt về các điều kiện trung bình trong tương lai sẽ cho thấy các giá trị cao hơn nhiều so với giá đang thịnh hành. Do đó, sự sáng suốt về việc dám can đảm trong một thị trường trì trệ không chỉ được hậu thuẫn bằng kinh nghiệm mà còn bởi sự áp dụng các kỹ thuật phân tích giá trị hợp lý.

Cũng chính những thất thường của thị trường định kỳ tạo ra các điều kiện về giá hời trong danh sách niêm yết chung như là một môi trường đã làm xuất hiện nhiều món hời đơn lẻ tại hầu hết các mức giá của thị trường. Thị trường rất thích xé chuyện bé ra to và phóng đại những thăng trầm thông thường thành sự thoái trào lớn[188]. Thậm chí chỉ do sự thiếu quan tâm hoặc hăng hái cũng có thể khiến giá hạ tới những mức thấp đến lạ thường. Do đó, chúng tôi thấy có hai lý do có vẻ như là nguồn gốc chính gây ra sự định giá thấp: (1) các kết quả hiện tại đáng thất vọng và (2) sự lỗng quên và không ưa chuộng kéo dài.

Tuy nhiên, cả hai lý do này nếu xét riêng bản thân nó đêu không thể coi là hướng dẫn cho thành công trong đầu tư cổ phiếu thường. Làm sao chúng ta có thể chắc chắn rằng những kết quả đáng thất vọng hiện tại sẽ chỉ là tạm thời? Thực vậy, chúng tôi có thể cung cấp những ví dụ rất tốt về việc đó. Chứng khoán sắt thép đã từng nổi tiếng vì tính chất chu kỳ của chúng, và người mua ranh mãnh có thể mua chúng với mức giá thấp khi lợi tức thấp và bán chúng vào những năm bùng nổ để lấy lợi nhuận cao. Một ví dụ tuyệt vời được cung cấp bởi Chrysler Corporation, theo như số liệu trong bảng 7-3.

Nếu đây là động thái chuẩn của chứng khoán có lợi tức dao động, thì việc kiếm lời trong thị trường chứng khoán sẽ là việc dễ dàng. Tiếc thay, chúng tôi có thể kể ra ví dụ về sự giảm lợi

tức và giá, mà sau đó đã không có sự hồi phục tuyệt vời nào của cả hai thứ này. Một ví dụ như vậy là Anaconda Wire and Cable, một công ty có lợi tức cao cho tới tận năm 1956, với mức giá cao là 85 đô la năm đó. Song lợi tức giảm thất thường trong sáu năm sau đó; và giá giảm xuống còn 23,5 đô la vào năm 1962, trong năm tiếp sau, công ty này đã bị công ty mẹ (Anaconda Corporation) chiếm quyền kiểm soát khi mức giá chỉ còn tương đương với 33 đô la.

Nhiều kinh nghiệm thuộc dạng này cho thấy rằng nhà đầu tư có lẽ cần nhiều hơn là chỉ sự giảm cả lợi tức lẫn giá để có cơ sở vững chắc cho việc mua vào. Anh ta nên yêu cầu một dấu hiệu ít nhất là về sự ổn định hợp lý của lợi tức trong vòng một thập kỷ qua hoặc nhiều hơn - tức là không có năm nào bị lợi tức âm - cộng với quy mô và sức mạnh tài chính đủ để đối mặt với những khả năng bất lợi trong tương lai. Do đó, một tổ hợp lý tưởng ở đây là chứng khoán của một công ty được bán thấp hơn nhiều dưới mức của cả giá trung bình trong quá khứ và hệ số giá/lợi tức trung bình trong quá khứ. Điều này chắc chắn sẽ loại bỏ hầu hết những cơ hội thu lợi từ những công ty như Chrysler, vì những năm giá thấp của chúng thường đi kèm với tỷ lệ giá/lợi tức cao. Nhưng hãy để chúng tôi đảm bảo với bạn đọc bây giờ - và chúng tôi sẽ còn nói lại nữa - rằng có cả khoảng cách lớn giữa "lợi nhuận nhìn lại quá khứ" và "lợi nhuận bằng tiền thực". Chúng tôi thật sự nghi ngờ rằng liệu kiểu tàu lượn như Chrysler có phải là phương thức thích hợp cho những hành động của nhà đầu tư mạnh bạo hay không.

Chúng tôi đã nhắc lại rằng sự lãng quên hoặc kém được ưa chuộng kéo dài là lý do thứ hai khiến giá giảm tới mức thấp quá đáng. Một trường hợp kiểu này gần đây là công ty National Presto Industries. Trong thị trường giá lên của năm 1968, chứng khoán của công ty này được bán với mức cao nhất là 45 đô la, chỉ gấp 8 lần số lợi tức 5,61 đô la của năm đó. Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu tăng lên cả vào năm 1969 và năm 1970, nhưng giá giảm xuống chỉ còn 21 đô la vào năm 1970. Con số này ít hơn 4 lần lợi tức ghi trong sổ sách của năm đó và thấp hơn giá trị tài sản ròng hiện tại của nó. Vào tháng 3 năm 1972 nó được bán với mức giá 34 đô la, vẫn chỉ gấp 5,5 lần lợi tức được báo cáo lần cuối cùng, và khoảng bằng giá trị tài sản ròng hiện tại được mở rộng của nó.

Một ví dụ kiểu này được lấy từ Standard Oil of California, một tổ hợp công ty có quy mô lớn. Vào đầu 1972, nó được bán tại khoảng cùng mức giá của 13 năm trước, tức là 56 đô la. Lợi tức của nó từ trước đến lúc đó khá ổn định, với mức tăng trưởng tuy tương đối ít nhưng chỉ có một lần giảm giá nhỏ trong suốt cả thời kỳ. Giá trị sổ sách của nó khoảng bằng giá thị trường. Với sổ sách năm 1958-1971 thuận lợi một cách thận trọng, công ty này chưa bao giờ cho thấy giá trung bình hằng năm cao tới 15 lần lợi tức hiện tại của nó. Vào đầu năm 1972 tỷ lệ giá/lợi tức của nó chỉ khoảng 10.

Lý do thứ ba cho việc giá cả thấp một cách quá đáng của một cổ phiếu thường có thể là do thị trường đã không nhìn nhận được toàn cảnh lời lãi thật sự của nó. Ví dụ điển hình của chúng tôi ở đây là công ty Northern Pacific Railway. Chứng khoán của công ty này vào

những năm 1946-1947 đã giảm từ 36 đô la xuống còn 13,5 đô la. Lợi tức thực của công ty vào năm 1947 là gần 10 đô la một cổ phiếu. Giá của chứng khoán bị giảm phần lớn là do cổ tức 1 đô la của nó. Nó cũng bị quên lãng vì phần lớn mức doanh lợi của nó bị che giấu bởi các phương pháp kế toán đặc thù riêng của các công ty đường sắt.

Loại phát hành giá hời có thể dễ dàng nhận dạng nhất là một cổ phiếu thường được bán với giá thấp hơn chỉ riêng vốn lưu động ròng của công ty, sau khi đã khấu trừ hết những khoản nợ của nó[189]. Điều đó có nghĩa là người mua sẽ không phải trả thêm gì nữa cho các tài sản cố định - nhà xưởng, máy móc, v.v, hay bất cứ khoản đặc quyền kế nghiệp (good will)[190] nào có thể tồn tại. Rất ít công ty có giá trị tối hậu thấp hơn chỉ riêng vốn lưu động, mặc dù một số trường hợp lác đác có thể được tìm thấy. Song điều đáng ngạc nhiên là có rất nhiều công ty có thể mua được đã được định giá trên thị trường dựa vào cơ sở giá hời này. Một danh sách thu thập được đưa ra vào năm 1957, khi mức thị trường hoàn toàn không phải là thấp, có nêu khoảng 150 cổ phiếu thường như vậy. Trong bảng 7-4 chúng tôi tóm tắt kết quả của việc mua vào ngày 31/12/1957 một cổ phiếu của mỗi công ty trong số 85 công ty thuộc danh sách đó được nêu trong cuốn Monthly stock Guide (Hướng dẫn chứng khoán hằng tháng) của Standard & Poor's, và sau đó là giữ chúng trong hai năm.

BẢNG 7-4: Diễn biến lợi nhuận của các chứng khoán bị định giá quá thấp, 1957-1959

Địa điểm thị trường	Số công ty	Tài sản có hiện tại ròng tổng cộng trên một cổ phiếu (tính bằng đô la)	Giá tổng cộng tháng 12/ 1957 (tính bằng đô la)	Giá tổng cộng tháng 12/ 1959 (tính bằng đô la)
SGDCK New York	35	748	419	838
SGDCK Mỹ	25	495	289	492
SGDCK Trung Tây	5	163	87	141
OTC	20	425	288	433
Tổng cộng	85	1,831	1,083	1,904

Ghi chú: SGDCK = sở Giao dịch Chứng khoán. OTC = Thị trường chứng khoán phi tập trung Nhờ một thứ giống như sự trùng hợp, mỗi nhóm trong số này đều tăng giá trong hai năm đó tới một mức gãn sát với giá trị tài sản ròng tổng cộng. Lợi nhuận của toàn bộ "danh mục đầu tu" trong thời gian đó là 75%, so với 50% của 425 công ty công nghiệp của Standard & Poor's. Điều đáng nói là không có phát hành nào thể hiện sự thua lỗ đáng kể, khoảng bảy phát hành đứng yên, và 78 phát hành thể hiện lợi nhuận đáng kể.

Kinh nghiệm của chúng tôi với kiểu chọn lựa đầu tư này - trên cơ sở đa dạng hóa - là tốt một cách đồng loạt trong nhiều năm trước năm 1957. Có thể đảm bảo một cách không do dự rằng đó là một phương pháp an toàn và có lợi nhuận để xác định và lợi dụng những tình huống bị đánh giá thấp. Tuy nhiên, trong thời gian thị trường chung đi lên sau năm 1957, những cơ hội như vậy trở nên hết sức hiếm, và phần lớn những cơ hội có được thì lại thể hiện lãi hoạt động nhỏ hoặc thậm chí là lỗ. Cuộc suy thoái thị trường vào những năm 1969-1970 đã tạo ra một đám mới gồm các chứng khoán "cận dưới vốn lưu động" như vậy. Chúng tôi sẽ phân tích nhóm chứng khoán này trong chương 15, Lựa chọn chứng khoán cho nhà đầu tư mạnh bạo.

QUY LUẬT PHÁT HÀNH GIÁ HỜI TRONG CÁC CÔNG TY HẠNG HAI. Chúng tôi định nghĩa công ty hạng hai (secondary company) là một công ty không phải là dẫn đâu trong một ngành khá quan trọng. Do vậy, đó thường là các công ty nhỏ trong lĩnh vực của nó, song đó cũng có thể là đơn vị chủ chốt của một lĩnh vực không có tầm quan trọng lớn. Theo quy luật ngoại lệ, bất kỳ công ty nào đã xác lập mình như một cổ phiếu tăng trưởng thì thường không được coi là "hạng hai".

Trong thị trường giá lên mạnh của những năm 1920 có tương đối ít sự khác nhau giữa các phát hành của công ty đâu ngành với các phát hành được niêm yết khác, với điều kiện là các phát hành khác có quy mô đáng kể. Công chúng cảm thấy rằng các công ty cỡ trung bình đủ khỏe để vượt qua bão táp và chúng có cơ hội cao hơn để mở rộng một cách thật sự ngoạn mục, so với một công ty vốn đã có quy mô lớn. Tuy nhiên, những năm khủng hoảng 1931-1932 có tác động phá hủy đặc biệt đối với những công ty nằm dưới hạng đầu, xét theo quy mô hoặc theo mức độ ổn định nội tại. Do kết quả của trải nghiệm đó mà kể từ đó trở đi, các nhà đầu tư đã có sự ưu tiên rõ ràng đối với những công ty đầu ngành và sự thiếu quan tâm tương ứng trong hầu hết thời gian đối với các công ty bình thường có tầm quan trọng hạng hai. Điều này có nghĩa là nhóm những công ty bình thường đó thường được bán với giá thấp hơn nhiều, xét theo tương quan với lợi tức và tài sản, so với những công ty hàng đầu. Nó có nghĩa tiếp theo nữa là trong nhiều trường hợp giá thấp tới mức khiến phát hành rơi vào loại giá hời.

Khi các nhà đàu tư từ chối mua chứng khoán của những công ty hạng hai, mặc dù chúng được bán với mức giá tương đối thấp, họ đã thể hiện niềm tin hoặc sự sợ hãi rằng những công ty này sẽ có một tương lai tồi tệ. Thật vậy, ít ra là trong thâm tâm, họ tính toán rằng bất cứ mức giá nào cũng là quá cao đối với chúng vì chúng đang đi tới sự diệt vong - cũng giống như là vào năm 1929 lý thuyết bạn đồng hành đối với các chứng khoán thượng thặng (blue chip) đã nêu là không có mức giá nào quá cao đối với chúng vì khả năng tương lai của chúng là vô hạn. cả hai quan điểm này đều phóng đại và gây ra những sai lầm đầu tư nghiêm trọng. Thật ra, một công ty cỡ trung bình điển hình được niêm yết là một công ty lớn khi đem so nó với một công ty gọi vốn nội bộ trung bình. Không có một lý do hợp lý nào đề nói rằng những công ty như vậy sẽ không tiếp tục hoạt động mãi, mặc dù phải chịu những thăng trầm đặc trưng của nen kinh tế, nhưng về tổng thể, chúng kiếm được lợi nhuận khá trên vốn đầu tư của mình.

Sự xem xét sơ bộ này cho thấy rằng thái độ của thị trường chứng khoán đối với các công ty hạng hai thường không thực tế và do đó tạo ra, trong những thời điểm hoàn toàn là bình thường, rất nhiều trường hợp định giá quá thấp. Như đã từng xảy ra, thời kỳ Chiến tranh thế giới thứ II và sự phát triển mạnh sau chiến tranh đã đem lại nhiều lợi ích cho các công ty nhỏ hơn là các công ty lớn, vì sự cạnh tranh bình thường về doanh số bị ngưng lại và các công ty nhỏ có thể mở rộng doanh số (sales) và mức biên lợi nhuận (profit margin)[191] của mình một cách ngoạn mục hơn. Song tới năm 1946, quy luật thị trường đã hoàn toàn đảo ngược so với thời kỳ trước chiến tranh. Trong khi các chứng khoán hàng đầu trong chỉ số trung bình

cồng nghiệp Dow Jones chỉ tăng 40% từ cuối năm 1938 lên mức cao của năm 1946, thì chỉ số các chứng khoán giá thấp của Standard & Poor's đã vọt lên không dưới 280% trong cùng khoảng thời gian đó. Các nhà đầu cơ và các nhà đầu tư tự xưng - với trí nhớ ngắn hạn mà ai cũng biết của những người trong thị trường chứng khoán - lại háo hức mua cả những phát hành cũ và mới của những công ty không quan trọng với mức giá đã bị đẩy cao. Do đó, con lắc đã xoay hẳn sang thái cực ngược lại. Chính nhóm các phát hành hạng hai đã từng trước đó cung cấp phần lớn nhất các cơ hội mua giá hời giờ lại đưa ra số lượng lớn nhất các ví dụ về sự nhiệt tình quá đáng và định giá quá cao. Theo cách khác, hiện tượng này đã lặp lại vào các năm 1961 và 1968 - sự nhấn mạnh giờ đây được đặt vào các phát hành cổ phiếu mới của những công ty nhỏ còn thấp hơn cả hạng hai, và vào hầu hết những công ty thuộc những lĩnh vực được ưa chuộng nhất định như công ty "điện tử", "máy tính", "nhượng quyền", và những công ty khác[192].

Như đã được dự đoán, những lần suy thoái thị trường tiếp theo đó đã đánh nặng vào những đánh giá quá cao này. Trong một số trường hợp, con lắc đảo chiều có thê’ đi xa tới mức đánh giá quá thấp một cách rõ ràng.

Nễu hầu hết những phát hành hạng hai thường bị đánh giá quá thấp, thì vì lý do gì nhà đầu tư phải tin rằng anh ta có thể thu lời từ tình huống như vậy? Vi nễu nó cứ kéo dài mãi, chẳng phải anh ta sẽ luôn ờ tại vị trí thị trường giống như khi anh ta mua vào phát hành đó hay sao? Câu trả lời có phần phức tạp. Lợi nhuận đáng kể từ việc mua chứng khoán của những công ty hạng hai với mức giá hời đến từ nhiều cách khác nhau. Trước hết, mức sinh lợi cổ tức là tương đối cao. Thứ hai, lợi tức tái đầu tư là đáng kể so với mức giá được trả và cuối cùng sẽ ảnh hưởng tới mức giá.

Trong một thời kỳ năm tới bảy năm, các lợi thế này có thể sẽ chiếm một vị trí quan trọng trong một danh sách được lựa chọn tốt. Thứ ba, một thị trường giá lên thường là hào phóng nhất đối với những phát hành giá thấp; do đó nó thường nâng phát hành giá hời điển hình lên một mức ít nhất là hợp lý. Thứ tư, kể cả trong một giai đoạn thị trường tương đối ít đặc điểm riêng, một quá trình điều chỉnh giá liên tục sẽ diễn ra, trong đó phát hành hạng hai từng bị đánh giá thấp có thể tăng ít nhất là tới mức bình thường cho loại chứng khoán đó. Thứ năm, các yếu tố đặc thù trong nhiều trường hợp đã gây nên một bản ghi lợi tức đáng thất vọng có thể được điều chỉnh bởi các điều kiện mới xuất hiện, hoặc bởi chấp nhận những phương pháp mới, hoặc thay đổi cách quản lý.

Một yếu tố mới quan trọng trong những năm gần đây là việc các công ty lớn mua lại các công ty nhỏ, thường như là một phần trong một chương trình đa dạng hóa. Trong những trường hợp như vậy, phần thưởng thường là tương đối hậu hĩnh, và vượt xa rất nhiều so với mức giá hời chỉ mới tồn tại trước đó không lâu.

Khi các mức lai suất đã thấp hơn nhiều so với năm 1970, lĩnh vực phát hành giá hời đã vươn ra tới các trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi được bán với sự chiết khấu lớn so với giá được công bố của chúng. Hiện nay, chúng ta có tình huống khác khi mà cả những phát hành được bảo

đảm chắc chắn cũng được bán với sự chiết khấu cao nếu chúng có phiếu lãi chẳng hạn 4,5% hoặc thấp hơn. Ví dụ: các trái phiếu American Telephone & Telegraph 2,625, đáo hạn vào năm 1986, được bán với mức thấp tới 51,[Ê] trái phiếu Deere & Co. 4,5, đáo hạn vào năm 1983 được, bán với mức thấp tới 62. Có thể chúng sẽ hóa ra là những cơ hội giá hời một cách nhanh chóng - nếu các mức lãi suất thịnh hành giảm một cách đáng kể. Để nói về một phát hành trái phiếu giá hời theo nghĩa truyền thống hơn, có lẽ chúng tôi sẽ phải quay lại với những trái phiếu thế chấp bất động sản ưu tiên nhất (first- mortgage bond) của các hãng đường sắt hiện đang gặp khó khăn tài chinh, được bán với mức khoảng 20- 29 hoặc 30-39. Những tình huống như vậy không phải dành cho nhà đầu tư không chuyên; nếu không có được khả năng nhận thức thật sự về giá trị trong lĩnh vực này, anh ta có thể tự làm bỏng tay mình. Nhưng có một xu hướng cơ bản khiến cho việc giảm sút thị trường trong lĩnh vực này bị phóng đại; do đó, cà nhóm này xét về tổng thể đã đưa ra lời mời đặc biệt hậu hĩnh đối với sự phân tích cẩn thận và can đảm. Trong thập kỷ kết thúc vào năm 1948, nhóm trái phiếu đường sắt trị giá hàng tỉ đô la mất khả năng thanh toán đã đưa ra vô số cơ hội tuyệt vời trong lĩnh vực này. Những cơ hội như vậy là rất hiếm từ đó trở đi; nhưng chúng có khả năng sẽ quay trở lại vào những năm 1970[193].

Những tình huống đặc biệt, hay "tái co' cấu nợ”

Cách đây không lâu, đây là một lĩnh vực có thể găn như đảm bảo mức tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn đối với những ai biết cách làm,[Ê] và điều này còn đúng với bất kỳ tình huống thị trường chung nào. Nó không hẳn là lĩnh vực cấm đối với những người thuộc công chúng. Những người có khiếu với những thứ như thế có thể học cách làm và trở thành những người thực hành khá thành thạo mà không cần nghiên cứu sách vở hay học nghề lâu. Những người khác đủ sắc bén để nhận ra sự vững chắc cốt lõi của phương pháp này và gắn mình với những người trẻ tuổi thông minh đang xử lý các quỹ, chủ yếu là hết sức để tâm vào các "tình huống đặc biệt" này. Nhưng trong những năm gần đây, vì những lý do mà chúng tôi sẽ nói rõ sau này, lĩnh vực của "kinh doanh chênh lệch giá và tái cơ cấu nợ" (“arbitrages and workouts") trở nên nguy hiểm và ít lợi nhuận hơn. Có thể trong những năm tới, các điều kiện trong lĩnh vực này sẽ trở nên thuận lợi hơn. Dù sao thì cũng đáng nói sơ lược về bản chất và nguồn gốc của các hoạt động này, với một hai ví dụ minh họa.

'Tình huống đặc biệt" điển hình đã hình thành từ sự tăng số lượng các vụ tiếp quản các công ty nhỏ hơn bởi những công ty lớn, khi mà nguyên tắc về sự đa dạng hóa sản phẩm được nhiều công ty chấp nhận. Thường thì nó có vẻ là thương vụ tốt khi một công ty mua lại để tiếp quản một công ty có sẵn trong lĩnh vực mà nó muốn gia nhập thay vì khởi sự một công ty mới từ con số không. Để có thể tiếp quản được, và được đại đa số những cổ đông của công ty nhỏ hơn đó chấp nhận thỏa thuận này, hầu như luôn phải đưa ra mức giá cao hơn đáng kể so với mức hiện tại. Những động thái như vậy đã tạo ra những cơ hội kiếm lời cho những người có hiểu biết về lĩnh vực này và có sự nhận thức tốt, được củng cố bởi kinh nghiệm dày dạn.

Một lượng lớn tiền được kiếm bởi những nhà đầu tư nhanh nhạy chỉ mới một vài năm trước, thông qua việc mua trái phiếu đường sắt đang phá sản - những trái phiếu mà họ biết sẽ có giá hơn nhiều khi các đường sắt cuối cùng được cải tổữ Sau khi thông báo kế hoạch cải tổ, một thị trường "khi được phát hành" của các chứng khoán mới đã xuất hiện. Chúng hầu như luôn luôn có thể được bán với giá cao hơn nhiều giá những phát hành cũ sau đó sẽ được đổi chác. Luôn có mối rủi ro về việc không thực hiện kế hoạch cải tổ, hoặc sự trì hoãn không lường trước, nhưng nói chung những "hành động kinh doanh chênh lệch giá" như vậy đã cho thấy sự thu lợi cao.

Có những cơ hội tương tự bắt nguồn từ sự tan vỡ của những công ty mẹ về tiện ích công cộng theo luật pháp năm 1935. Hầu hết những công ty như vậy đã chứng tỏ là có giá trị nhiều hơn nhiều khi đổi từ công ty mẹ hay công ty nắm cổ phần kiểm soát (holding company) thành một nhóm các công ty hoạt động riêng lẻ.

Yếu tố cốt lõi ở đây là xu hướng của thị trường chứng khoán, đánh giá thấp những phát hành gặp phải bất kỳ vụ kiện pháp lý phức tạp nào. Một phương châm cũ của Phố Wall là: "Đừng bao giờ mua chuốc lấy một vụ kiện." Đây có thể là lời khuyên sáng suốt cho những nhà đầu cơ tìm kiếm sự hành động nhanh chóng từ những cổ phần của mình. Nhưng việc công chúng tuân theo thái độ này chắc chắn sẽ tạo ra những cơ hội giá hời với những chứng khoán bị ảnh hưởng bởi thái độ đó, do định kiến đối với chúng đã giữ cho giá của chúng ở những mức thấp quá đáng[194].

Sự lợi dụng những tình huống đặc biệt là một nhánh kỹ thuật của đầu tư đòi hỏi tâm lý và dụng cụ có phần nào khác thường. Chắc chỉ có một phần nhỏ những nhà đầu tư mạnh bạo của chúng ta muốn tham gia, và cuốn sách này không phải là chỗ thích hợp để giải thích cặn kẽ những phức tạp của nó[195].

Những hệ quả rộng hơn từ các quy luật đầu tư của chúng tôi Phương châm đầu tư, như đã được giải thích ở đây, phụ thuộc đầu tiên vào lựa chọn của nhà đầu tư thuộc loại phòng vệ (bị động) hoặc mạnh bạo (xông xáo). Nhà đầu tư xông xáo phải có kiến thức đáng kể về giá trị chứng khoán - đủ để đảm bảo việc anh ta coi các hoạt động chứng khoán của mình là tương đương với việc kinh doanh công ty. Trong triết lý này không có chỗ cho sự nửa vời, hay một loạt cấp độ chuyển tiếp dãn dãn, giữa trạng thái bị động và xông xáo. Nhiều nhà đấu tư, có lẽ là hầu hết họ, tìm cách đặt mình vào một loại trung gian,ẵ theo ý chúng tôi, đây là sự thỏa hiệp sẽ tạo ra sự thất vọng hơn là thành tích.

Là một nhà đầu tư, bạn không thể trở thành "nhà doanh nghiệp một nửa", tức là hy vọng đạt được một nửa mức lợi nhuận kinh doanh bình thường từ quỹ tiền của mình.

Từ cách lập luận này suy ra, hầu hết những người sở hữu chứng khoán nên chọn nhóm phòng vệ. Họ không có thời gian, hay sự quyết tâm, hay công cụ tâm lý để dấn thân vào sự đầu tư tựa như là doanh nghiệp vậy. Do đó, họ nên thỏa mãn với mức sinh lợi xuất sắc giờ

đây có thể đạt được từ một danh mục đầu tư phòng vệ (thậm chí là thấp hơn), và họ nên kiên quyết từ chối cám dỗ liên tục để tăng mức sinh lợi này bằng cách nhảy sang hướng khác.

Nhà đầu tư mạnh bạo có thể đàng hoàng dấn thân vào bất cứ hoạt động chứng khoán nào mà sự rèn luyện và đánh giá của anh ta phù hợp với nó, và nếu chúng có vẻ đủ hứa hẹn khi đo bằng các tiêu chuẩn kinh doanh đã được thiết lập.

Trong những lời khuyên và cảnh báo của chúng tôi cho những nhà đầu tư nhóm này, chúng tôi đã cố gắng áp dụng các tiêu chuẩn kinh doanh như vậy. Với nhà đầu tư phòng vệ, chúng tồi được định hướng chủ yếu bởi ba yêu cầu về sự an toàn cốt lõi, sự đơn giản trong lựa chọn, và sự hứa hẹn các kết quả thỏa mãn, xét về mặt tâm lý cũng như về mặt số học. Việc sử dụng các tiêu chí này khiến chúng tôi phải loại ra khỏi lĩnh vực các đấu tư được khuyên dùng một số lớp chứng khoán thường được coi là thích hợp cho nhiều loại nhà đầu tư . Những đầu tư bị ngăn cấm này được liệt kê trong chương đầu tiên ờ trang 46.

Hãy để chúng tôi xem xét đãy đủ hơn trước đây những gì được ngụ ý trong thứ bị loại ra này. Chúng tôi đã khuyên không nên mua tại mức "giá toàn phần" ba loại chứng khoán quan trọng sau: (1) trái phiếu ngoại, (2) cổ phiếu ưu đãi bình thường, và (3) cổ phiếu thường hạng hai, bao gồm, tất nhiên, cả những phát hành đầu tiên loại này. về "giá toàn phần" chúng tôi có ý nói tới mức giá gần bằng mệnh giá đối với những trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi, và đối với cổ phiếu thường là giá đại diện cho giá trị kinh doanh hợp lý của công ty. Phần lớn các nhà đầu tư phòng vệ nên tránh những loại này ra, mặc cho mức giá thế nào đi nữa; còn nhà đầu tư mạnh bạo chỉ nên mua chúng khi mua được với mức giá hời - mà chúng tôi định nghĩa là không hơn hai phần ba giá trị đã được thẩm định của các chứng khoán này.

Điêu gì sẽ xảy ra nếu tất cả các nhà đầu tư đều được hướng dẫn bởi những lời khuyên của chúng tôi trong các vấn đè này? Câu hỏi này đã được xem xét với những trái phiếu ngoại, ờ trang 160 và chúng tôi không có gì để nói thêm tại điểm này. Các cổ phiếu ưu đãi cấp độ đầu tư sẽ chỉ được mua bởi những công ty, chẳng hạn như công ty bảo hiểm, họ có thể thu lợi từ tình trạng thuế thu nhập đặc biệt của các phát hành chứng khoán mà họ sở hữu.

Hậu quả phiền toái nhất từ phương châm loại bỏ của chúng tôi là trong lĩnh vực các cổ phiếu thường hạng hai. Nếu hầu hết các nhà đầu tư, thuộc loại phòng vệ, không mua chúng thì phạm vi những người mua tiềm năng sẽ trở nên hết sức giới hạn. Hơn nữa, nếu các nhà đầu tư mạnh bạo chỉ mua chúng với mức giá hời thì những phát hành này sẽ phải bị bán với mức thấp hơn giá trị thật của chúng, trừ phi tới mức chúng bị mua một cách thiếu thông minh.

Điêu này nghe có vẻ gay gắt và thậm chí có vẻ hơi trái đạo lý. Nhưng thật ra chúng tôi chỉ đang thừa nhận những gì thực sự đã xảy ra trong phần lớn của 40 năm trước. Các phát hành hạng hai, phần lớn đều dao động ở mức giữa, thấp hơn nhiều so với giá trị hợp lý của chúng. Chúng có lúc đạt tới và vượt qua giá trị đó; nhưng điều này chỉ xảy ra ờ phần trên của các thị trường giá lên, khi mà các bài học về kinh nghiệm thực tế sẽ đi ngược lại với sự sáng suốt của việc trả các mức giá thịnh hành của cổ phiếu thường.

Tuy vậy, ở đây có một điều ngược đời. Công ty hạng hai trung bình được lựa chọn kỹ càng cũng có thể hứa hẹn bằng công ty đầu ngành trung bình. Những gì công ty nhỏ hơn còn thiếu về sự ổn định vốn có thì nó có thể bù đắp bằng các khả năng tăng trưởng mạnh mẽ. Do đó, có vẻ vô lý đối với nhiều bạn đọc khi coi việc mua các phát hành hạng hai với mức "giá trị doanh nghiệp" đây đủ của nó là "không thông minh". Chúng tôi nghĩ lý lẽ mạnh nhất là kinh nghiệm. Lịch sử tài chính cho thấy rõ rằng các nhà đầu tư có thể mong đợi kết quả thỏa mãn, nói chung, từ những cổ phiếu thường hạng hai chỉ khi anh ta mua chúng với giá thấp hơn giá trị của chúng đối với một người sở hữu nội bộ, tức là dựa trên cơ sở giá hời.

Câu cuối cùng chỉ ra rằng nguyên tắc này liên quan tới nhà đầu tư ngoài cuộc bình thường. Bất cứ ai có thể kiểm soát một công ty hạng hai, hoặc một người thuộc nhóm cố kết có sự kiểm soát đó, hoàn toàn có lý do để mua các cổ phiếu giống như khi anh ta đầu tư vào một "công ty khép kín" hoặc doanh nghiệp gọi vốn nội bộ khác. Sự khác biệt giữa vị trí, và do đó là phương châm đầu tư, của những người trong cuộc (nội bộ) và ngoài cuộc (ngoài công ty) trở nên quan trọng hơn khi mà bản thân công ty trở nên kém quan trọng hơn. Đặc điểm cơ bản của một công ty hạng nhất (primary company) hoặc hàng đầu là một cổ phiếu tách lẻ ra thường có giá trị bằng một cổ phiếu trong một khối có quyền kiểm soát. Trong các công ty hạng hai, giá trị thị trường trung bình của một cổ phiếu tách lẻ thường ít hơn nhiều so với giá trị của nó đối với một người sở hữu có quyền kiểm soát. Vì thực tế này, vấn đề về mối quan hệ giữa người nắm giữ cổ phần và người quản lý, và giữa người nắm cổ phần nội bộ và ngoài công ty thường quan trọng hơn nhiều, và đáng tranh luận trong trường hợp các công ty hạng hai, hơn là với những công ty hạng nhất.

ở cuối chuơng 5, chúng tôi đã nhận xét về sự khó khăn của việc phân biệt rành mạch một cách nhanh chóng giữa các công ty hạng nhất và công ty hạng hai. Nhiều cổ phiếu thường thuộc khu vực ranh giới giữa hai hạng có thể thể hiện động thái giá kiểu trung bình. Sẽ không phải là vố lý khi một nhà đầu tư mua một phát hành như vậy với sự chiết khấu nhỏ so với giá trị thể hiện hoặc thẩm định của nó, với giả thiết là nó chỉ cách một ít so với tiêu chuẩn hạng nhất và hoàn toàn có thể đạt được hạng đó trong tương lai không quá xa.

Do đó, sự phân biệt giữa các phát hành hạng nhất và hạng hai không cần phải quá chính xác; vì nếu có thì sự khác biệt nhỏ về chất lượng sẽ tạo ra sự khác biệt lớn về giá mua vào hợp lý. Khi nói như vậy là chúng tôi đã chấp nhận một vị trí trung gian trong việc phân loại cổ phiếu thường, mặc dù chúng tôi khuyên không nên có vị trí trung gian như vậy trong việc phân loại nhà đầu tư. Lý do của chúng tôi về quan niệm tưởng như không nhất quán này là: Không có nguy hại gì lớn từ sự không chắc chắn về quan điểm đối với một chứng khoán riêng lẻ, bởi vì những trường hợp như vậy là rất ngoại lệ, và không có nguy hại gì lớn về vấn đè đó. Song sự lựa chọn của nhà đầu tư giữa vị thế phòng vệ hoặc mạnh bạo thì lại có ảnh hưởng lớn tới anh ta, và anh ta không nên để mình lẫn lộn hoặc thỏa hiệp trong quyết định cơ bản này.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 7 Cần rất nhiều sự mạnh bạo và rất nhiều sự cẩn trọng để tạo ra được một tài sản lớn; và khi bạn đã có nó rồi, bạn còn cần gấp mười lần trí thông minh ấy để giữ được nó.

- Nathan Mayer Rothschild VIỆC XÁC ĐỊNH THỜI ĐIỂM KHÔNG LÀ GÌ CẢ Trong một thế giới lý tưởng, nhà đầu tư thông minh sẽ chỉ giữ cổ phiếu khi nào chúng rẻ và bán chúng đi khi chúng có giá quá cao, sau đó chui ngay vào kho trái phiếu và tiền mặt cho tới khi cổ phiếu lại đủ rẻ để mua. Từ năm 1966 đến cuối 2001, một nghiên cứu đã tuyên bố, 1 đô la giữ liên tục trong cổ phiếu sẽ tăng lên thành 11,71 đô la. Nhưng nếu bạn rút khỏi cổ phiếu trước đúng năm ngày tệ nhất mỗi năm, 1 đô la ban đâu của bạn sẽ tăng lên thành 987,12 đô la[196].

Giống như hầu hết những ý tưởng thần diệu về thị trường, điều trên đây dựa trên sự may rủi. Làm thế nào để bạn (hay bất kỳ ai) có thể biết một cách chính xác những ngày nào là ngày tệ nhất - trước khi chúng đến? Vào ngày 7/1/1973, tờ Thời báo New York đã đăng bài phỏng vấn với một trong những nhà dự báo tài chính hàng đầu của đất nước, người đã khuyên các nhà đầu tư mua chứng khoán một cách không do dự: "Rất hiếm khi bạn có thể gặp dịp tăng giá hoàn toàn như hiện nay." Nhà dự báo đó tên là Alan Greenspan, và rất hiếm khi có ai sai lầm hoàn toàn như vị chủ tịch tương lai của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ vào ngày đó: hai năm 1973 và 1974 hóa ra là hai năm tồi tệ nhất đối với sự tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán kể từ cuộc Đại Suy thoái[197].

Liệu các chuyên gia có thể căn được thời điểm thị trường tốt hơn chút nào so với Alan Greenspan không? 'Tôi không thấy lý do nào đề không cho rằng phần lớn sự suy thoái đã nằm đằng sau chúng ta," Kate Leary Lee, chủ tịch công ty xác định thời điểm thị trường R. M. Leary & Co., đã tuyên bố vào ngày 3/12/ 2001. "Đây là lúc bạn muốn tham gia vào thị trường chứng khoán," bà nói thêm, khi dự đoán rằng các chứng khoán "trông rất tốt" cho quý đầu của năm 2002[198]. Trong ba tháng tiếp đó, chứng khoán đã kiếm được tỷ suất lợi nhuận chỉ vỏn vẹn có 0,28%, hoạt động kém tiền mặt 1,5 điểm phần trăm.

Leary không phải là trường hợp cá biệt. Một nghiên cứu bởi hai giáo sư tài chính ở Đại học Duke cho thấy nếu bạn làm theo những lời khuyên của 10% các tờ tin định kỳ (newsletter) xác định thời điểm thị trường tốt nhất, bạn sẽ kiếm được tỷ suất lợi nhuận hằng năm là 12,6% từ năm 1991 đến năm 1995. Nhưng nếu bạn đã bỏ qua chúng và giữ tiền của mình trong một quỹ chỉ số chứng khoán, bạn sẽ kiếm được 16*4%[199].

Theo như nhà triết học Đan Mạch Soren Kierkegaard nhận xét, cuộc sống chỉ có thể hiểu được khi nhìn ngược lại quá khứ - nhưng cuộc sống lại phải được sống theo chiều xuôi đến tương lai. Khi nhìn lại, bạn luôn có thể nhìn thấy chính xác lúc nào bạn nên mua và bán chứng khoán của mình. Nhưng đừng để điều đó đánh lừa bạn, làm bạn tưởng rằng mình có thể nhìn thấy, trong thời gian thực đang trôi qua, khi nào bạn nên vào cuộc và khi nào nên đi ra. Trên thị trường tài chính, nhìn vuốt đuôi quá khứ đã qua luôn luôn là 20/20, nhưng nhìn đón đầu tương lai phía trước lại thực sự là mù tịt. Và do đó, đối với hầu hết các nhà đầu tư,

việc xác định thời điểm thị trường là một khả năng không thể thực hiện được, xét cả về mặt thực tiễn cũng như mặt cảm quan[200].

NHỮNG GỈ ĐI LÊN...

Như một tàu vũ trụ tăng dãn tốc độ khi nó đi vào tầng bình lưu của Trái Đất, các cổ phiếu tăng trưởng thường có vẻ như bất chấp trọng lực. Hãy nhìn vào quỹ đạo của ba chứng khoán trong số những cổ phiếu tãng trưởng nóng nhất những năm 1990: General Electric, Home Depot và Sun Microsystems (xem hình 7-1).

BẢNG 7-Về các kết quả trung bình của các "quỹ tâng trưởng", 1961-1970 (a)

	1 năm 1970	5 năm 1966–1970	10 năm 1961–1970	1970 Tỷ suất cổ tức
17 quỹ tăng trưởng lớn	–7,5%	+23,2%	+121,1%	2,3%
106 quỹ tăng trưởng nhỏ hơn – nhóm A	–17,7	+20,3	+102,1	1,6
38 quỹ tăng trưởng nhỏ hơn – nhóm B	–4,7	+23,2	+106,7	1,4
15 quỹ có từ "tăng trưởng" ở tên gọi	–14,2	+13,8	+ 97,4	1,7
Chỉ số tổng hợp Standard & Poor's	+3,5%	+16,1	+104,7	3,4
Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones	+8,7	+2,9	+83,0	3,7

a Số liệu này do Wiesenberger Financial Services cung cấp.

HÌNH 7-1: Tăng lên, tảng lên và biến mất

		1995	1996	1997	1998	1999
General Electric	Doanh thu (triệu đô la)	43,013	46,119	48,952	51,546	55,645
	Lợi tức trên một cổ phiếu (đô la)	0,65	0,73	0,83	0,93	1,07
	Tỷ suất lợi nhuận năm của chứng khoán (%)	44,5	40,0	50,6	40,7	53,2
	Tỷ số giá/lợi tức vào cuối năm	18,4	22,8	29,9	36,4	47,9
Home Depot	Doanh thu (triệu đô la)	15,470	19,536	24,156	30,219	38,434
	Lợi tức trên một cổ phiếu (đô la)	0,34	0,43	0,52	0,71	1,00
	Tỷ suất lợi nhuận năm của chứng khoán (%)	4,2	5,5	76,8	108,3	68,8
	Tỷ số giá/lợi tức vào cuối năm	32,3	27,6	37,5	61,8	73,7
Sun Micro-systems	Doanh thu (triệu đô la)	5,902	7,095	8,598	9,791	11,726
	Lợi tức trên một cổ phiếu (đô la)	0,11	0,17	0,24	0,29	0,36
	Tỷ suất lợi nhuận năm của chứng khoán (%)	157,0	12,6	55,2	114,7	261,7
	Tỷ số giá/lợi tức vào cuối năm	20,3	17,7	17,9	34,5	97,7

Nguồn: Bloomberg,É' Value Line Ghi chú: Doanh thu và lợi tức là của năm tài chính; tỷ suất lợi nhuận của chứng khoán là của năm niên lịch; tỷ số giá/lợi tức là giá tại thời điểm 31/12 chia cho lợi tức được thông báo của 4 quý trước đó.

Trong mỗi năm kể từ năm 1995 đến hết năm 1999, mỗi chứng khoán trong số đó đều trở nên lớn hơn và lời hơn. Tiền lãi tăng gấp đôi đối với Sun và hơn gấp đôi với Home Depot. Theo như Value Une, doanh thu của GE tăng 29%, lợi tức của nó tăng 65%. Với Home Depot và Sun, lợi tức trên một cổ phần tăng khoảng gấp ba lần.

Nhưng còn có một điều khác đang xảy ra - và nó sẽ chẳng khiến Graham bất ngờ một chút nào. Các công ty càng tăng trưởng nhanh thì chứng khoán của các công ty đó càng trở nên đắt hơn. Khi các chứng khoán tăng giá nhanh hơn chính công ty phát hành ra chúng, các nhà đầu tư cuối cùng sẽ phải hối hận. Như hình 7-2 cho thấy:

Một công ty tuyệt không phải một đầu tư tuyệt nếu bạn phải trả giá quá cao cho chứng khoán của nó.

Một chứng khoán càng lên giá cao, thì càng nhiều khả năng là nó sẽ còn lên cao nữa. Nhưng niềm tin bản năng đó lại mâu thuẫn hoàn toàn với một quy luật cơ bản của vật lý tài chính: Cái gì càng trở nên lớn hơn thì càng phát triển chậm hơn. Một công ty 1 tỉ đô la có thể tăng gấp đôi doanh số của mình một cách khá dễ dàng; nhưng một công ty 50 tỉ đô la phải xoay chỗ nào để kiếm thêm được 50 tỉ đô la nữa trong kinh doanh?

Các cổ phiếu tăng trưởng đáng được mua khi giá của chúng là hợp lý, nhưng khi tỷ lệ giá/lợi tức của chúng tăng lên hơn 25 hoặc 30 thì tình hình lại trở nên xấu đi:

• Nhà báo Carol Loomis đã phát hiện ra rằng, từ năm 1960 đến hết năm 1999, chỉ có tám trong số 150 công ty trong danh sách Fortune 500 là đã có thể tăng lợi tức của mình ít nhất 15% trung bình hằng năm trong hai thập kỷ[201].

• Khi xem xét dữ liệu của 5 thập kỷ, công ty nghiên cứu Sanford c. Bernstein & Co. cho thấy chỉ có 10% các công ty lớn của Mỹ tăng lợi tức của mình 20% trong ít nhất năm năm liên tiếp; chỉ có 3% tăng 20% trong ít nhất 10 năm liên tục; và không có công ty nào làm được vậy trong 15 năm liên[202].

• Một nghiên cứu có tính học thuật về hàng nghìn chứng khoán Mỹ từ năm 1951 đến 1998 cho thấy trong tất cả những khoảng 10 năm, lợi nhuận ròng tăng trung bình 9,7% mỗi năm. Nhưng với 20% các công ty lớn nhất, lợi nhuận tăng trung bình hằng năm chỉ có 9,3%[203].

HÌNH 7-2 Coi chừng điêu dưới đây

	Giá chứng khoán 31/12/1999 (đô la)	Giá chứng khoán 31/12/2002 (đô la)	Tỷ số P/E 31/12/1999	Tỷ số P/E Tháng 3/2003
General Electric	51,58	24,35	48,1	15,7
Home Depot	68,75	23,96	97,4	14,3
Sun Microsystems	38,72	3,11	123,3	k/c

k/c: không có số liệu; Sun bị thua lỗ ròng trong năm 2002.

Nguồn: www.morningstar.com, yahoo.marketguide.com

Thậm chí nhiều công ty dẩn đầu cũng không nhận ra những điều khác thường này (xem phần đóng khung ở trang sau). Tuy nhiên, nhà đầu tư thông minh quan tâm tới những cổ phiếu tăng trưởng lớn không phải vào lúc chúng được ưa chuộng nhất - mà là vào lúc có vấn đè gì đó đang xảy ra. Vào tháng 7/2002, Johnson & Johnson tuyên bố rằng những nhà điều tiết Liên bang đang xem xét những lời buộc tội về việc làm giả sổ sách tại một trong những nhà máy dược phẩm của hãng, thế là chứng khoán của nó đã mất 16% chỉ trong có một ngày. Điều này đã kéo giá cổ phiếu của J & J từ 24 lần lợi tức của 12 tháng trước xuống còn chỉ 20

lần. Với mức thấp hơn đó, Johnson & Johnson có thể một lần nữa trở thành một chứng khoán tăng trưởng còn nhiều chỗ để phát triển - biến nó thành cái mà Graham gọi là "công ty lớn nhưng tương đối ít được ưa chuộng"[204]. Kiểu không được ưa chuộng tạm thời này có thể tạo ra tài sản lâu dài bằng cách giúp bạn mua chứng khoán của một công ty tuyệt vời với mức giá vừa phải.

TIỀM NĂNG LỚN CHO TIỀM NĂNG SỐT Các nhà đầu tư không phải những người duy nhất là nạn nhân của ảo giác rằng sự tăng trưởng sốt có thể kéo dài mãi. Vào tháng 2 năm 2000, tổng giám đốc John Roth của công ty Nortel Networks đã được hỏi rằng công ty cáp quang khổng lồ của ông còn có thể lớn tới mức nào nữa. "Ngành công nghiệp này tăng trưởng từ 14% đến 15% một năm," Roth trả lời, "và chúng tôi sẽ phát triển nhanh hơn thế tới sáu điểm. Với một công ty kích thước như của chúng tôi, điều này khá là dữ dội." Chứng khoán của Nortel, tăng gần 51% mỗi năm trong sáu năm vừa qua, lúc đó được bán gấp 87 lần những gì mà Phố Wall dự đoán nó kiếm được trong năm 2000. Chứng khoán đó có bị quá giá không? "Nó đang lên đến đấy," Roth nhún vai, "nhưng vẫn còn rất nhiều khoảng trống để tăng thêm giá trị của chúng tôi khi mà chúng tôi thực hiện chiến lược không dây của mình." (Bất luận thế nào đi nữa, ông này nói thêm, công ty Cisco Systems hiện đang bán với mức 121 lần lợi tức được dự đoán của nó!)(1) Còn đối với Cisco, vào tháng 11 năm 2000, tổng giám đốc của nó là John Chambers đã tuyên bố rằng công ty của ông sẽ còn tăng trưởng ít nhất 50% một năm. "Suy luận logic," ông tuyên bố, "sẽ cho thấy rằng đây là sự đột phá." Chứng khoán của Cisco đã giảm rất nhiều - lúc đó nó chỉ được bán với mức vỏn vẹn 98 lần lợi tức của năm trước đó - và Chambers đã thúc giục các nhà đầu tư nên mua chúng. §M\iậy bạn sẽ định đánh cược vào ai?" ông ta hỏi. 'Thời điểm hiện tại có lẽ là thời cơđó."(2) Thế' nhưng, các công ty tăng trưởng nhanh này lại đã teo lại - và chứng khoán giá quá cao của chúng thì héo hon. Lợi nhuận của Nortel giảm 37% trong 2001, và công ty này đã mất hơn 26 tỉ đô la trong năm đó. Lợi nhuận của Cisco tuy có tăng 18% trong năm 2001, nhưng công ty này cuối cùng bị lỗ ròng là hơn 1 tỉ đô la. Chứng khoán của Nortel có giá 113,50 đô la khi Roth phát biểu, đã xuống mức giá 1,65 đô la khi kết thúc năm 2002. Các cổ phần của Cisco, có giá 52 đô la khi Chambers gọi công ty mình là một "đột phá", đã đổ xuống còn 13 đô la.

Cả hai công ty đã từ đó mà trở nên thận trọng hơn khi dự báo về tương lai.

7. Li Sã Gibbs, "Optic Uptick," Money, tháng 4/ 2000, trang 54-55.

2ã Brooke Southall, "Chiến lược kết thúc trò chơi của CISCO," InvestmentNews (Tin tức Đầu tư), tháng 11/2000trang 1, 23.

BẠN CÓ NÊN ĐẶT HẾT TRỨNG VÀO MỘT Rổ?

"Hãy đặt hết trứng vào một rổ và canh chừng rổ đó," Andrew Carnegie đã tuyên bố từ một thế kỷ trước. "Đừng làm phân tán tầm ngắm của mình. ... Những thành công lớn nhất trong cuộc sống được tạo ra bởi sự tập trung." Như Graham đã chỉ ra, "những tài sản lớn nhất từ cổ

phiếu thường" đã được tạo ra bởi những người đã đặt hết tiền của mình vào một đầu tư mà họ hiểu cực kỳ rõ.

Hầu như tất cả những người giàu nhất nước Mỹ đều bắt nguồn sự giàu có của mình từ việc đầu tư tập trung vào một ngành hoặc thậm chí là một công ty (hãy nghĩ tới Bill Gates và công ty Microsoft, Sam Walton và công ty Wal-Mart, hoặc gia đình Rockfellers và công ty Standard Oil). Chẳng hạn, danh sách Forbes 400 những người Mỹ giàu nhất được thống lĩnh chủ yếu bởi các tài sản không đa dạng hóa, kể từ khi bản danh sách này được thu thập lần đầu tiên vào năm 1982.

Tuy nhiên, gần như không có tài sản nhỏ nào đã được tạo ra bằng cách này - và không có mấy tài sản lớn đã được giữ theo cách đấy. Những gì Carnegie quên nhắc tới là sự tập trung cũng tạo ra những thất bại lớn nhất của cuộc đời. Hãy nhìn lại vào "Danh sách giàu có" của Forbes. Vào năm 1982, giá trị ròng trung bình của một thành viên trong Forbes 400 là 230 triệu đô la. Để vào được danh sách Forbes 400 năm 2001, thành viên trung bình của năm 1982 chỉ cần kiếm được tỷ suất lợi nhuận trung bình hằng năm 4,5% trên tài sản của mình - trong một thời kỳ mà thậm chí các tài khoản ngân hàng còn có hoa lợi cao hơn nhiều và thị trường chứng khoán có tỷ lệ lợi nhuận trung bình hằng năm là 13,2%ẽ Vậy bao nhiêu người trong số những người giàu của Forbes 400 vẫn còn nằm trong danh sách đó 20 năm sau? Chỉ có 64 trong các thành viên ban đầu - vỏn vẹn 16% - là vẫn còn nằm trong danh sách đó vào năm 2002. Bằng cách giữ hết trứng trong một rổ, điều đã từng giúp họ vào được danh sách ban đầu trong các ngành công nghiệp đã từng bùng nổ như xăng và dãu, hay phần cứng máy tính, hay chế tạo cơ bản, tất cả những thành viên ban đầu đã rơi rụng mất. Khi thời điểm khó khăn tới, không ai trong những người đó - mặc cho những lợi thế khổng lồ mà tài sản lớn có thể đem tới - có sự chuẩn bị sẵn sàng. Họ chỉ có thể đứng nhìn và đau đớn nghe tiếng tan vỡ ghê gớm khi mà nên kinh tế luôn thay đổi đã đập nát cái rổ duy nhất và tất cả số trứng của họ trong đó[205].

THÙNG GIÁ HỜI Bạn có thể nghĩ rằng trong thế giới được kết nối vô tận của chúng ta, không khó gì để xây dựng lên và mua một danh sách chứng khoán thỏa mãn được các tiêu chí của Graham về các món giá hời (trang 192- 193). Mặc dù Internet là một nguồn giúp đỡ hữu ích, bạn vẫn sẽ phải làm hầu hết phần việc bằng tay.

Hãy lấy một tờ Wall Street Journal của ngày hôm nay, giở sang phần 'Tiên & Đâu tu", nhìn vào các phiếu ghi điểm của NYSE và NASDAQ để xem danh sách hiện tại của các chứng khoán đã đạt được mức thấp nhất trong năm vừa qua - một cách rất nhanh chóng và dễ dàng để tìm ra các công ty có thể vượt qua phép kiểm định về vốn lưu động ròng của Graham. (Trực tuyến, bạn có thể thử tại http://quote.morningstar.com/ higlow.html?msection=HighLow.) Để xem một chứng khoán có đang được bán với mức giá ít hơn giá trị của vốn lưu động ròng (cái mà những người làm theo Graham gọi là "net nets" - lưới ròng), hãy tải về hoặc yêu cầu báo cáo quý hoặc báo cáo năm gãn đây nhất của công ty từ trang web của nó, hoặc từ cơ sở dữ liệu của EDGAR tại www.SGC.gov. Từ tài sản hiện

hành của công ty, hãy trừ đi tổng số nợ của nó, bao gồm bất cứ cổ phiếu ưu đãi hay nợ dài hạn nào. (Hoặc hãy xem cuốn "Điều tra về đầu tư của Value Line" tại thư viện nơi bạn ở để giúp tiết kiệm cho mình một khoản đăng ký mua ấn phẩm đắt tiền hằng năm. Mỗi số đều có một danh sách "Chứng khoán giá hời" gần giống với định nghĩa của Graham.) Hầu hết những chứng khoán này gần đây thuộc những lĩnh vực đã bị ném bom tan tành như công nghệ cao và truyền thông.

Vào ngày 31/10/2002 chẳng hạn, công ty Comverse Technology có 2,4 tỉ đô la tài sản hiện hành và tổng số nợ là 1,0 tỉ đô la, tức là có 1,4 tỉ đô la tiền vốn lưu động ròng. Với ít hơn 190 triệu cổ phần chứng khoán, và giá chứng khoán dưới 8 đô la một cổ phần, Comverse có tổng vốn hóa thị trường suýt soát dưới 1,4 tỉ đô la. Với giá chứng khoán không cao hơn giá trị tiền mặt và hàng kho của Comverse, việc kinh doanh đang tiếp diễn của công ty gần như là bán không. Như Graham đã từng biết, bạn vẫn có thể mất tiền vào một chứng khoán như Comverse - đó là lý do vì sao bạn chỉ nên mua chúng nếu bạn tìm thấy khoảng hai tá một lần và sau đó giữ chúng một cách kiên nhẫn. Nhưng chỉ vào những dịp rất hiếm hoi khi Ngài Thị trường tạo ra nhiều món hời thật sự như vậy, bạn mới tin chắc là sẽ kiếm được tiền.

CHÍNH SÁCH ĐỐI NGOẠI CỦA BẠN LÀ GÌ?

Đầu tư vào các chứng khoán ngoại không phải bắt buộc đối với nhà đầu tư thông minh, nhưng nó cũng được khuyến khích. Tại sao? Hãy thử một thí nghiệm về suy nghĩ. Đây là cuối năm 1989 và bạn là người Nhật. Đây là các thực tế:

- Trong mười năm qua, thị trường chứng khoán của bạn đã có lợi nhuận trung bình hằng năm 21,2%, cao hơn nhiều so với 17,5% có lợi nhuận hằng năm của Mỹ.

- Các công ty của Nhật đang mua hết mọi thứ ở Mỹ, từ sân golf Pebble Beach đến Trung tâm Rockfeller; trong khi đó các công ty Mỹ như Drexel Burnham Lambert, Finacial Corp. of America và Texaco đang phá sản.

- Ngành công nghệ cao của Mỹ đang chết dần. Ngành này ở Nhật thì đang bùng nổ.

Vào năm 1989, ở đất nước Mặt trời mọc, bạn chỉ có thể kết luận rằng đầu tư ở ngoài Nhật Bản là ý tưởng ngu ngốc nhất kể từ thời có các máy bán sushi tự động. Theo lẽ thường, bạn đặt hết tiền của mình vào các chứng khoán Nhật.

Kết quả? Trong thập kỷ tiếp theo, bạn mất gần hai phần ba số tiền của mình.

Bài học? Không phải là bạn không bao giờ nên đầu tư vào các thị trường ngoại như Nhật; mà là người Nhật đáng lẽ không nên giữ hết tiền ở trong nước. Và bạn cũng vậy. Nếu bạn sống ở Mỹ, làm việc ở Mỹ, và được trả tiền bằng đô la Mỹ, bạn đã đặt một khoản cược nhiều tăng vào nền kinh tế Mỹ. Để thận trọng, bạn nên đặt một phần danh mục đầu tư của mình vào đâu đó - chỉ vì không có ai, ở bất kỳ đâu, có thể biết tương lai sẽ mang lại cái gì, dù trong nước mình hay ở nước ngoài. Đặt tới một phần ba số tiền chứng khoán của mình vào các quỹ

tương hỗ chuyên về chứng khoán ngoại (bao gồm những chứng khoán trong các thị trường đang nổi lên) giúp bạn phòng ngừa được sự rủi ro rằng sân sau của mình không phải lúc nào cũng là nơi tốt nhất trên thế giới để đầu tư.

CHƯƠNG 8 Nhà đầu tư và các dao động thị trường Nếu quỹ tiền của nhà đầu tư được đặt vào các trái phiếu cấp cao có kỳ hạn tương đối ngắn - chẳng hạn, bảy năm hoặc ngắn hơn - anh ta sẽ không bị ảnh hưởng nhiều bởi các thay đổi về giá thị trường và cũng không cần phải quan tâm nhiều tới chúng. (Điều này cũng áp dụng với các trái phiếu tiết kiệm Mỹ mà anh ta giữ, những thứ anh ta luôn có thể trả lại với mức giá chi phí mua vào hoặc cao hơn.) Các trái phiếu dài hạn của anh ta có thể có sự thay đổi giá tương đối rộng trong thời hạn lưu hành của chúng, và danh mục đầu tư vào cổ phiếu thường của anh ta gần như chắc chắn sẽ dao động về giá trị trong bất kỳ giai đoạnvài năm nào.

Nhà đầu tư nên biết về những khả năng này và cần được chuẩn bị sẵn sàng cả về mặt tài chính lẫn tâm lý. Anh ta sẽ muốn thu lợi từ những thay đổi của các mức thị trường - hẳn là qua sự tăng giá trị của các chứng khoán anh ta giữ khi thời gian trôi qua, và có lẽ là bằng việc mua và bán tại những mức giá thuận lợi. Sự quan tâm này về phần anh ta là không thể tránh được, và cũng rất chính đáng. Nhưng nó có nguy hiểm rất thực là có thể khiến anh ta có thái độ và hoạt động mang tính đầu cơ. Rất dễ để chúng tôi bảo là bạn đừng đầu cơ; song điều khó đối với bạn là làm theo lời khuyên đó. Hãy cho phép chúng tôi nhắc lại những gì chúng tôi đã nói ngay ở đầu: Nếu bạn muốn đầu cơ thì cứ làm đi, song mắt bạn phải mở to, để biết rằng cuối cùng có thể bạn sẽ phải mất tiền; hãy đảm bảo chắc chắn là bạn phải giới hạn được lượng rủi ro và tách rời nó một cách hoàn toàn ra khỏi chương trình đầu tư của bạn.

Đâu tiên, chúng tôi sẽ đè cập đến một vấn đe quan trọng hơn là sự thay đổi giá của cổ phiếu thường, và sau đó chuyển sang lĩnh vực trái phiếu. Trong chương 3, chúng tôi đã cung cấp một bân điều tra về lịch sử hoạt động của thị trường trong hàng trăm năm qua. Trong phần này, chúng tôi thinh thoảng sẽ quay lại với tài liệu đó, đề xem sổ sách của quá khứ hứa hẹn điêu gì cho nhà đău tư - dưới dạng sự lên giá trong dài hạn của một danh mục đầu tư được giữ tương đối ít thay đổi trong các đợt tăng và giảm giá liên tiếp nhau, hay là dưới dạng các cơ hội mua các mức găn thấp nhất của thị trường giá xuống và bán không quá thấp so với các mức cao của thị trường giá lên.

Các dao động thị trường như là hướng dẫn cho các quyết định đâu tir Do các cổ phiếu thường, thậm chí cả những cái có cấp độ đầu tư , phải chịu các dao động giá liên tục và rất rộng, nhà đầu tư thông minh nên quan tâm đẽn các khả năng thu lời từ những lần con lắc xoay chuyên đó. Có hai cách anh ta có thể dùng: cách xác định thời điềm và cách định giá. Khi nói xác định thời điểm chúng tôi có ý nói đến cố gắng dự đoán động thái của thị trường chứng khoán - để mua hoặc giữ khi phương hướng tương lai chắc chắn sẽ đi lên, để bán hoặc tránh mua khi phương hướng đi xuống. Khi nói định giá, chúng tôi muốn nói đến cố gắng mua chứng khoán khi chúng có mức giá niêm yết thấp hơn nhiều giá trị hợp lý của chúng, và bán chúng đi khi giá của chúng cao hơn giá trị đó. Có một kiểu định giá ít tham vọng hơn, đó là nỗ lực khá đơn giản: khi mua bạn không bỏ ra quá nhiều tiền cho chứng khoán của mình. Điều này có lẽ là đủ đối với nhà đầu tư phòng vệ, người đặt trọng tâm vào việc giữ chứng khoán lâu dài; nhưng điều đó có nghĩa là thể hiện sự lưu tâm cãn thiết tối thiểu đối với các mức giá của thị trường[206].

Chúng tôi tin rằng nhà đầu tư thông minh có thể tạo ra các kết quả thỏa đáng từ việc định giá theo bất kỳ kiểu nào. Chúng tôi cũng tin rằng nếu anh ta đặt trọng tâm vào việc xác định thời điểm, theo nghĩa là dự đoán, anh ta rốt cuộc sẽ trở thành một nhà đầu cơ và sẽ có kết quả tài chính của một nhà đầu cơ. Sự phân biệt này có vẻ tinh tế đối với những người không chuyên, và nó không được chấp nhận phổ biến trên Phố Wall. Thật ra trong việc kinh doanh, hoặc trong niềm tin tuyệt đối, thì các nhà môi giới chứng khoán và dịch vụ đầu tư có vẻ gắn kết với một nguyên tắc là cả các nhà đàu tư và đầu cơ vào chứng khoán thường đêu nên chú ý cần thận tới các dự báo thị trường.

Chúng tôi tin rằng nếu người ta càng đi xa khỏi Phố Wall, thì càng thấy có nhiều sự ngờ vực hơn đối với những kỳ vọng của việc dự báo hoặc xác định thời điểm thị trường. Nhà đầu tư hiếm khi có thể thật sự tin vào vô số các dự đoán xuất hiện mỗi ngày và dành cho anh ta thắc mắc. Thế nhưng trong nhiều trường hợp, anh ta vẫn quan tâm đến chúng và thậm chí hành động dựa trên chúng. Tại sao? Vì anh ta đã bị thuyết phục rằng việc anh ta có một chút ý kiến về phương hướng tương lai thị trường là quan trọng, và vì anh ta cảm thấy là công ty môi giới hoặc dịch vụ dự đoán ít ra là đáng tin cậy hơn là bân thân mình[207].

Chúng tôi không có đủ chỗ ở đây để thảo luận chi tiết cái lợi và hại của việc dự đoán thị trường. Một lượng lớn chất xám đã tham gia vào lĩnh vực này, và chắc chắn là một số người có thể kiếm tiền bằng cách làm những nhà phân tích thị trường giỏi. Nhưng thật là vô lý khi nghĩ rằng công chúng có thể kiếm tiền bằng các dự đoán thị trường. Vi ai sẽ mua khi công chúng, khi có một dấu hiệu nhất định, đổ xô đi bán lấy lời? Nễu bạn, là người đọc sách này, hy vọng trở nên giàu hơn qua các năm bằng cách làm theo một chương trình hoặc hướng dẫn về dự đoán thị trường, bạn phải thấy rằng mình đang làm những gì mà vô số người khác cũng đang nhắm tới, và phải làm tốt hơn rất nhiều người đang cạnh tranh với bạn trên thị trường. Không có cơ sở logic hay kinh nghiệm nào đề cho rằng một nhà đầu tư điển hình hoặc trung bình có thể dự đoán các động thái thị trường thành công hơn công chúng, mà anh ta cũng là một phần của công chúng.

Có một khía cạnh của triết lý "xác định thời điểm" có vẻ như nằm ngoài sự chú ý của mọi người. Việc xác định thời điểm có tầm quan trọng tâm lý rất lớn đối với nhà đầu cơ vì anh ta muốn kiếm tiền nhanh. Việc phải chờ một năm trước khi chứng khoán của mình tăng giá là điều hết sức khó chịu với anh ta. Song một thời gian chờ đợi kiểu như vậy không có tác động gì đối với nhà đầu tư. Anh ta có lợi thế gì khi đề tiền của mình không được đầu tư cho tới khi anh ta nhận được một vài dấu hiệu (giả định là) đáng tin cậy rằng thời điểm mua đã tới? Anh ta sẽ hưởng được lợi thế chỉ bằng cách chờ đợi, sau đó mua được với giá thấp hơn một cách đáng kể để bù vào lỗ thu nhập cổ tức của mình. Điều này có nghĩa là việc xác định thời điểm không có giá trị thực đối với nhà đầu tư trừ phi nó trùng hợp với việc định giá - nghĩa là, trừ phi nó giúp anh ta mua lại các cổ phiếu của mình với mức giá thấp hơn một cách đáng kể so với giá bán lần trước của anh ta.

về mặt này, lý thuyết Dow nổi tiếng để xác định thời điểm mua và bán có một lịch sử kỳ lạ[208]. Nói một cách ngắn gọn thì kỹ thuật này lấy tín hiệu mua từ một kiểu "đột phá" đặc biệt của các chỉ số trung bình chứng khoán ở phía đi lên, và tín hiệu bán từ một đột phá tương tự ở phía đi xuống. Kết quả được tính toán - không hẳn là kết quả thực - của phương pháp này đã cho thấy một loạt lợi nhuận không ngắt quãng trong các hoạt động từ năm 1897 đến đầu những năm 1960. Dựa trên cơ sở của sự thể hiện đó, giá trị thực tế của lý thuyết Dow dường như đã được thiết lập một cách vững chắc; sự nghi ngờ, nếu có, sẽ được áp dụng đối sự đáng tin cậy của số liệu thống kê đã được công bố như một bức tranh về những gì mà một nhà thực hành lý thuyết Dow sẽ thật sự thực hiện trên thị trường.

Sự xem xét kỹ lưỡng hơn với các con số sẽ cho thấy rằng chất lượng của các kết quả đạt được từ lý thuyết Dow đã thay đổi hoàn toàn sau năm 1938 - một vài năm sau khi lý thuyết đó được chấp nhận một cách nghiêm túc trên Phố Wall. Thành tích tuyệt vời của nó là việc đã đưa ra tín hiệu bán, tại mức 306, khoảng một tháng trước vụ sập năm 1929 và giữ cho những người làm theo nó thoát khỏi thị trường giá xuống kéo dài cho tới khi mọi thứ đã trở lại bình thường, tại mức 84, vào năm 1933. Nhưng từ năm 1938 trở đi, lý thuyết Dow hoạt động chủ yếu bằng cách gạt những người thực hành nó ra tại mức giá khá tốt nhưng sau đó lại đưa họ vào ở mức giá cao hơn. Trong gần 30 năm sau đó, một người sẽ làm tốt hơn đáng kể chỉ bằng cách mua và giữ DJIA[209].

Theo quan điểm của chúng tôi, dựa vào sự nghiên cứu kỹ lưỡng về vấn đè này, sự thay đổi trong các kết quả của lý thuyết Dow không phải là ngẫu nhiên. Nó thể hiện một đặc điểm vốn có của các công thức dự đoán và giao dịch trong các lĩnh vực kinh doanh và tài chính. Những công thức đó đã giành được những người ủng hộ và tầm quan trọng vì chúng đã hoạt động rất tốt trong một thời gian, hoặc có lúc chỉ vì chúng khít với số liệu thống kê trong quá khứ. Nhưng khi mà chúng được áp dụng nhiều hơn, sự tin cậy của chúng thường có xu hướng giảm dần. Điều này xảy ra vì hai lý do: Thứ nhất, thời gian đem tới những điều kiện mới mà cồng thức cũ không thích hợp nữa. Thứ hai, trong các phi vụ làm ăn trên thị trường chứng khoán, bản thân mức độ phổ biến của một lý thuyết kinh doanh đã có ảnh hưởng tới hành vi của thị trường, điều đó làm mất đi những cơ hội kiếm lời trong thời gian dài. (Mức độ phổ biến của một thứ gì đó kiểu như lý thuyết Dow có vẻ đã tự tạo ra một sự xác nhận cho chính nó, bởi vì nó đã làm cho thị trường tăng hoặc giảm thông qua chính hành động của những người thực hành nó khi một tín hiệu mua hoặc bán được đưa ra. Một vụ "xô bồ" kiểu này, tất nhiên là nguy hiểm hơn là có lợi đối với nhà kinh doanh trong công chúng).

Phương thức mua thấp bán cao Chúng tôi tin rằng một nhà đầu tư trung bình không thể đối phó một cách thành công với các chuyển động giá khi cố gắng dự đoán chúng. Anh ta có thể thu lời từ chúng sau khi chúng xảy ra - tức là mua sau mỗi lần giảm mạnh và bán sau mỗi lần tăng mạnh không? Những dao động của thị trường trong một thời gian nhiều năm cho đến năm 1950 đã đem tới sự khích lệ đáng kể cho ý tưởng đó. Thật vậy, một định nghĩa truyền thống về "nhà đầu tư lanh lợi" là "một người mua trong thị trường giá xuống trong khi mọi người thì bán, và bán trong một thị trường giá lên khi mọi người đang mua". Nếu chúng ta

xem xét biểu đồ I (trong chương 3), trong đó ghi dao động của chỉ số tổng hợp Standard & Poor's trong khoảng thời gian từ năm 1900 đến năm 1970, và những con số hỗ trợ trong bảng 3-1 (trang 82), chúng ta có thể dễ dàng thấy rằng vì sao quan điểm này vẫn được áp dụng cho tới những năm gần đây.

Trong giai đoạn từ năm 1897 đến năm 1949 có mười chu kỳ thị trường trọn vẹn, chạy từ mức thấp nhất của thị trường giá xuống đến mức cao nhất của thị trường giá lên, và trở lại mức thấp nhất của thị trường giá xuống. Sáu chu kỳ trong số này kéo dài không quá bốn năm, bốn chu kỳ có thời gian sáu hoặc bây năm, và một chu kỳ - chu kỳ "kỷ nguyên mới" nổi tiếng của các năm 1921-1932 - kéo dài tới mười một năm. Số phần trăm tăng từ mức thấp nhất đến mức cao nhất có phạm vi từ 44% đến 500%, và hầu hết là trong khoảng từ 50% đến 100%. Số phần trăm sụt giảm sau đó có phạm vi từ 24% đến 89%, và hầu hết trong khoảng từ 40% đến 50%. (Nên nhớ rằng một lần giảm 50% sẽ làm mất hoàn toàn lợi thế trước đó của việc tăng 100%).

Hầu hết các thị trường giá lên đều có một số đặc điểm chung được định nghĩa rõ ràng, chẳng hạn như (1) một mức giá cao lịch sử, (2) tỷ lệ giá/lợi tức cao, (3) hoa lợi cổ tức thấp so với hoa lợi của trái phiếu, (4) có nhiều sự đầu cơ bằng tiền vay (bào chứng), và (5) nhiều phát hành cổ phiếu thường mới với chất lượng thấp. Do đó, đối với một người nghiên cứu lịch sử thị trường chứng khoán thì có vẻ nhà đầu tư thông minh phải có khả năng nhận dạng những thị trường giá xuống và giá lên luân hồi, và mua trong thị trường giá xuống, bán trong thị trường giá lên, và cứ làm như vậy phần lớn thời gian tại những khoảng thời gian tương đối ngắn. Nhiều phương pháp đa dạng đã được phát triển để quyết định các mức mua và bán của thị trường chung dựa vào các yếu tố giá trị hoặc chuyển động phần trăm giá, hoặc cả hai.

Nhưng chúng tôi cần phải chỉ ra rằng ngay cả trước khi thị trường giá lên chưa từng thấy bắt đầu vào năm 1949, đã có các dao động đủ lớn trong các chu kỳ thị trường kế tiếp nhau để làm phức tạp và đôi khi là làm rối loạn quá trình đáng mong ước của việc mua thấp và bán cao. Chu kỳ khác biệt đáng lưu ý nhất, đương nhiên, là thị trường giá lên rất lớn vào cuối những năm 1920, khiến tất cả tất cả các tính toán đều bị "trật bánh răng"[210]. Do đó, thậm chí cả vào năm 1949, việc những phương pháp và cách thực hiện tài chính của nhà đầu tư có thể dựa chủ yếu vào việc mua tại các mức thấp của thị trường giá xuống, và bán tại những mức cao của thị trường giá lên, là một việc hoàn toàn không chắc chắn.

Hóa ra, điều ngược lại mới đúng. Hành vi của thị trường trong hai mươi năm vừa qua đã không đi theo quy luật trước đó, cũng không tuân theo những gì đã từng được coi là các dấu hiệu nguy hiểm rõ ràng, hay cho phép khai thác nó một cách thành công bằng cách áp dụng những quy tắc cũ về việc mua thấp và bán cao. Liệu quy luật cũ về thị trường đi lên và đi xuống tương đối đều đặn cuối cùng có quay trở lại không, chúng tôi không biết. Nhưng chúng tôi thấy có vẻ là không thực tế đối với nhà đầu tư khi cho rằng phương châm hiện tại của anh ta sẽ cố gắng dựa vào công thức cổ điển - tức là, chờ các mức thị trường giá xuống theo một cách có thể chứng minh được trước khi mua bất cứ cổ phiếu thường nào. Tuy

nhiên, phương châm mà chúng tôi gợi ý cho phép có sự thay đổi trong tỷ lệ của cổ phiếu thường đối với trái phiếu trong danh mục đầu tư, nẽu nhà đầu tư lựa chọn làm như vậy, tùy theo các mức giá cổ phiếu có hấp dẩn hơn hoặc kém hấp dẩn hơn theo những tiêu chíve giá trị[211].

Các kê hoạch đâu tir theo công thức Trong những năm đău của đợt tăng giá thị trường bắt đầu vào các năm 1949-1950, sự quan tâm đáng kế được dành cho các phương pháp lợi dụng các chu kỳ của thị trường chứng khoán. Chúng được biết đến như là các "kế hoạch đău tư theo công thức". Bản chất của những kế hoạch như vậy - trừ trường hợp đơn giản của bình quân chi phi đô la - là nhà đău tư tự động bán một số các cổ phiếu thường khi thị trường tăng đáng kể. Trong nhiều trường hợp như vậy, mức tăng rất lớn của mức thị trường sẽ dẩn tới việc bán tất cả các cổ phiếu thường đang giữ; còn một số trường hợp khác thì duy trì một tỷ lệ nhỏ các cổ phần sở hữu trong mọi điều kiện.

Cách tiếp cận này có sự hấp dẫn kép của cả việc nghe ra có vẻ hợp lý (và có vẻ thận trọng) và việc nó cho những kết quả xuất sắc khi được đem áp dụng có hiệu lực cho thị trường chứng khoán nhiều năm trước. Tiếc thay, sự thịnh hành của nó lại mạnh nhất đúng vào lúc mà nó lâm vào cảnh hoạt động kém nhất. Nhiều người trong số những "người áp dụng kế hoạch theo công thức" thấy mình bị loại ra hoàn toàn hoặc gãn như bị đầy ra khỏi thị trường tại một mức nào đó vào khoảng giữa những năm 1950. Đúng là họ đã kiếm được lợi nhuận một cách xuất sắc, nhưng theo nghĩa rộng thì thị trường đã "chạy khỏi" họ sau đó, và các công thức đó đã cho họ rất ít cơ hội để mua lại một vị thế cổ phiếu thường[212].

Có sự tương tự giữa trải nghiệm của những người dùng phương pháp đắu tư theo công thức vào đầu những năm 1950 và những người kiên quyết dùng phiên bản hoàn toàn máy móc của lý thuyết Dow khoảng 20 năm trước đó. Trong cả hai trường hợp, khi mà sự áp dụng phổ biến xuất hiện cũng chính là lúc hệ thống đó không còn hoạt động tốt nữa. Chúng tôi cũng đã có một trải nghiệm buồn tương tự với chính "phương pháp giá trị trung tâm" của mình nhằm xác định các mức mua và bán đã định của chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones. Bài học ở đây có lẽ sẽ là, bất cứ một phương pháp kiếm tiền nào trong thị trường chứng khoán mà có thể dễ dàng miêu tả và được nhiều người làm theo thì đèu là quá đơn giản và quá dễ dàng để có thể tồn tại được một cách lâu dài[213]. Nhận xét kết luận của Spinoza được áp dụng cho Phố Wall cũng như cho triết học: 'Tất cả những gì xuất sắc thì vừa khó lại vừa hiếm."

Những dao động thị trường trong danh mục của nhà đầu tư Bất kỳ nhà đầu tư nào sở hữu cổ phiếu thường chắc hẳn đều kỳ vọng rằng chúng sẽ dao động về giá trị theo năm tháng. Động thái của chỉ số DJIA kể từ lần xuất bản trước của chúng tôi được viết vào năm 1964 chắc sẽ phản ánh khá tốt những gì đã xảy ra với danh mục đầu tư của một nhà đầu tư thận trọng, người đã tự giới hạn các cổ phần chứng khoán mà mình nắm giữ trong phạm vi những công ty lớn, nổi bật và có hoạt động gây vốn thận trọng. Giá trị tổng thể đã tăng từ mức trung bình là 890 lên mức đỉnh cao là 995 vào năm 1966 (và lại ở mức 985 vào năm 1968), giảm xuống 631 vào năm 1970, và đã hồi phục gần như hoàn toàn tới mức 940 vào đầu năm 1971. (Vì

các phát hành riêng lẻ đạt các mức cao nhất và thấp nhất của mình tại các thời điểm khác nhau, những dao động trong nhóm Dow Jones xét toàn bộ ít nghiêm trọng hơn so với những thành phần riêng rẽ). Chúng tôi đã lần theo những dao động giá trong các loại danh mục cổ phiếu thường thận trọng và đa dạng hóa khác và thấy rằng các kết quả tổng thể không khác nhiều so với kết quả ở trên. Nói chung, cổ phiếu của các công ty thuộc hàng thứhai[214] dao động rộng hơn cổ phiếu của các công ty lớn, nhưng điều này không nhất thiết có nghĩa là một nhóm công ty vững chắc nhưng nhỏ hơn sẽ thể hiện kém hơn trong một thời kỳ tương đối dài. Trong bất cứ trường hợp nào, nhà đầu tư cũng có thể sẵn sàng phải cam chịu trước khả năng đó còn hơn là khả năng hầu hết các cổ phần của anh ta sẽ tăng, chẳng hạn 50% hoặc cao hơn từ điểm thấp nhất của chúng và giảm tương đương một phần ba hoặc lớn hơn từ điểm cao nhất của chúng tại những thời điểm khác nhau trong năm năm tới[215].

Một nhà đấu tư nghiêm túc sẽ không dễ tin rằng các dao dộng hằng ngày hoặc thậm chí là hằng tháng của thị trường chứng khoán sẽ làm cho anh ta giàu hơn hoặc nghèo hơn. Nhưng còn các thay đổi dài hạn hơn và rộng lớn hơn thì sao? ở đây, các câu hỏi thực tế được đưa ra, và các vấn đề về tâm lý có khả năng sẽ trở nên phức tạp hơn. Một lần tăng đáng kể trên thị trường lập tức là một lý do chính đáng để thỏa mãn, và là căn nguyên của sự quan tâm thận trọng, nhưng nó cũng tạo ra sự cám dỗ mạnh mẽ dẫn tới hành động thiếu thận trọng. Các cổ phần của bạn đã tăng giá ư, tốt quá! Bạn đã giàu hơn trước, tốt quá! Nhưng có phải giá đã tăng quá cao, và bạn có nên nghĩ về việc bán đi không? Hay bạn phải tự trách mình vì đã không mua nhiều cổ phần hơn khi mức thị trường thấp hơn? Hoặc - tệ hơn cả - hiện giờ bạn có nên nhượng bộ trước bầu không khí của thị trường giá lên, bị tiêm nhiễm bởi sự hăng hái, sự quá tự tin và lòng tham của số đông công chúng (mà dù sao bạn cũng là một phần), và thực hiện các phi vụ lớn hơn và nguy hiểm hơn không? Nếu được thể hiện trên trang giấy, câu trả lời cho câu hỏi cuối rõ ràng là không, nhưng thậm chí một nhà đầu tư thông minh cũng cần có một ý chí khá mạnh mẽ để ngăn mình không chạy theo đám đông.

Vì những lý do về bản chất con người này, thậm chí còn hơn cả tính toán về lỗ lai tài chính mà chúng tôi thiên về một kiểu phương pháp máy móc nào đó để thay đổi tỷ lệ trái phiếu so với cổ phiếu trong danh mục của nhà đâu tư. Lợi thế chính có lẽ là công thức đó sẽ cho anh ta một thứ gì đó để làm. Khi thị trường tăng giá, thỉnh thoảng sẽ có lúc anh ta bán các cổ phần của mình, đặt tiền thu được vào trái phiếu; khi thị trường giảm thì anh ta sẽ đào ngược quy trình. Những hoạt động này sẽ giúp giải tỏa năng lượng bị dồn nén của anh ta. Nễu anh ta thuộc kiểu nhà đầu tư đúng nghĩa thì anh ta sẽ có thêm thỏa mãn từ ý nghĩ là những hoạt động của mình là hoàn toàn ngược lại so với đám đông[216].

Định giá công ty so với định giá thị trường chứng khoán Tác động của các dao động thị trường lên hoàn cảnh thực của nhà đầu tư có thể được nhìn nhận từ quan điểm của người nắm giữ cổ phần dưới dạng là người sờ hữu một phần của nhiều công ty khác nhau. Người giữ các cổ phần có thê’ mua bán được thật ra là có một địa vị kép, và theo đỏ là đặc quyền được tận dụng một trong hai địa vị đó theo ý muốn. Một mặt, vị trí của anh ta tương tự như một người sờ hữu cổ phần nhỏ hoặc một đối tác thâm lặng trong một công ty tư nhân, ở đây,

các kết quả của anh ta hoàn toàn phụ thuộc vào lợi nhuận của công ty, hoặc vào sự thay đổi giá trị cơ sờ của các tài sản của nó. Anh ta thường xác định giá trị trong quyền lợi của một công ty tư nhân bằng cách tính phần của anh ta trong giá trị ròng được đưa ra trong báo cáo cân đối tài khoàn găn nhất. Mặt khác, nhà đău tư vào cổ phiếu thường giữ một tờ giấy, một chứng chỉ cổ phiếu có dấu chìm, có thể được bán trong vòng một vài phút với mức giá thay đổi từng thời điềm một - khi thị trường mờ - và thường có cách biệt lớn với giá trị trên bâng tổng kết tài sản[217].

Sự phát triển của thị trường chứng khoán trong những thập kỷ gần đây đã khiến nhà đầu tư trở nên phụ thuộc hơn vào diễn biến của việc niêm yết giá, ít tự do hơn trước đây, khi anh ta chỉ coi mình như một người sở hữu công ty. Lý do là những công ty thành công mà anh ta có nhiều khả năng tập trung các cổ phần của mình vào thường bán với các mức giá cao hơn đáng kể giá trị tài sản ròng của chúng (tức là giá trị trên sổ sách, hay "giá trị trên bảng tổng kết tài sản"). Khi trả tiền cho phần chênh lệch giá này ở thị trường, nhà đầu tư đã đặt cược cho may rủi, vì anh ta phải phụ thuộc vào việc thị trường chứng khoán phê chuần sự đặt cược của mình[218].

Đây là một yếu tố có tầm quan trọng hàng đầu trong đầu tư ngày nay, và nó đã nhận được ít sự chú ý hơn nó đáng có. Toàn bộ cấu trúc của việc niêm yết giá thị trường chứng khoán hàm chứa một sự mâu thuẫn lồng sẵn. Một công ty có số liệu sổ sách và triển vọng càng tốt, thì mối quan hệ giữa giá cổ phần của nó với giá trị sổ sách càng ít đi. Nhưng khi giá của nó càng cao hơn giá trị sổ sách, thì cơ sở để xác định giá trị nội tại của nó càng không chắc chắn - tức là, "giá trị" này sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào tính khí thay đổi và thước đo của thị trường chứng khoán. Do đó, chúng tôi đi đến nghịch lý cuối cùng, rằng một công ty càng thành công thì giá cổ phiếu của nó càng dễ thăng giáng lớn hơn. Điêu này thật sự có nghĩa, theo một nghĩa rất thực, là một cổ phiếu thường càng có chất lượng tốt hơn thì nó càng mang tính đầu cơ - ít nhất là so với những phát hành hạng trung không được ngoạn mục lắm[219]. (Những gì chúng tôi đã nói được áp dụng cho việc so sánh giữa những công ty tăng trưởng hàng đầu với số đông những công ty đã được xác lập tốt; chúng tôi loại trừ khỏi phạm vi xem xét của mình những phát hành mang tính đầu cơ cao vì bản thân các công ty đó cũng mang tính đầu cơ).

Lý lẽ đưa ra ở trên giải thích cho động thái giá thất thường của những công ty thành công và ấn tượng nhất của chúng ta. Ví dụ ưa thích của chúng tôi là về ông trùm của tất cả - công ty International Business Machines. Giá cổ phiếu của công ty này đã giảm từ 607 xuống còn 300 trong bảy tháng ở giai đoạn 1962- 1963,[ễ] sau hai lần chia tách, giá của nó giảm từ 387 xuống 219 vào năm 1970. Tương tự, Xerox - một công ty thu được lợi tức còn ấn tượng hơn trong những thập kỷ gần đây - giảm từ 171 xuống còn 87 trong các năm 1962-1963, và từ 116 xuống 65 vào năm 1970. Những thua lỗ nặng này không thể hiện sự nghi ngờ về việc tăng trưởng dài hạn trong tương lai của IBM hay Xerox; thay vì thế, chúng phản ánh sự thiếu tự tin trong việc định giá trên mệnh giá mà thị trường chứng khoán đặt vào các triển vọng xuất sắc này.

Phân tích trên đã dẫn chúng tôi tới một kết luận có tầm quan trọng thực tế đối với nhà đầu tư thận trọng vào các cổ phiếu thường. Nếu anh ta phải dành sự chú ý đặc biệt vào việc lựa chọn danh mục đầu tư của mình, có lẽ điều tốt nhất đối với anh ta là tập trung vào những phát hành được bán với giá tương đối gần với giá trị tài sản hữu hình của nó - chẳng hạn, không cao hơn quá một phần ba con số đó. Việc mua ở các mức như vậy, hoặc thấp hơn, theo logic có thể được xem là có liên hệ chặt chẽ tới bảng tổng kết tài sản của công ty, và được xem là có sự biện minh hoặc hỗ trợ không phụ thuộc vào các mức giá dao động của thị trường. Một mức giá cao hơn giá trị sổ sách có thể được coi là một loại chi phí thêm trả cho việc niêm yết trên sàn giao dịch và khả năng mua bán đi kèm với nó.

Cần có một sự lưu ý ở đây. Một chứng khoán không phải một đầu tư sáng suốt chỉ vì có thể mua được nó với mức giá gần với giá trị tài sản của nó. Nhà đầu tư nên đòi hỏi thêm một tỷ lệ giá/lợi tức thỏa đáng, một vị thế tài chính đủ mạnh, và tiềm năng lợi tức của nó sẽ được duy trì trong nhiều năm. Điều này có vẻ là đòi hỏi khá nhiều từ một chứng khoán có giá khiêm tốn, nhưng các tiêu chí này không khó đáp ứng trong mọi điều kiện trừ điều kiện thị trường cao một cách nguy hiểm. Một khi nhà đầu tư sẵn sàng bỏ qua những tiềm năng tuyệt vời - tức là cao hơn mức tăng trưởng trung bình được mong đợi - anh ta sẽ không khó khăn gì trong việc tìm ra một sự lựa chọn lớn các phát hành đạt những tiêu chuẩn này.

Trong các chương của chúng tôi về việc lựa chọn cổ phiếu thường (chương 14 và chương 15) chúng tôi sẽ đưa ra dữ liệu cho thấy hơn một nửa số phát hành trong DJIA đạt tiêu chuẩn giá trị tài sản của chúng tôi vào cuối năm 1970. Món đầu tư được mua rộng rãi nhất - American Tel. & Tel. - thật ra đang bán với giá dưới mức giá trị tài sản hữu hình của nó, tại thời điểm khi chúng tôi đang viết. hầu hết các cổ phiếu điện và năng lượng, ngoài các lợi thế khác của chúng, hiện giờ (vào đầu năm 1972), được bán với giá hợp lý gần với giá trị tài sản của công ty.

Nhà đầu tư với một danh mục đầu tư có những giá trị sổ sách như vậy đứng sau nó có thể có tầm nhìn độc lập và tách biệt hơn nhiều về các dao động thị trường chứng khoán so với những ai phải trả mức hệ số cao của cả lợi tức và tài sản hữu hình. Miễn là sức kiếm lợi của các cổ phần của anh ta còn thỏa đáng, anh ta có thể quan tâm ít bao nhiêu tùy ý về những thăng trầm của thị trường chứng khoán. Hơn nữa, nhiều khi anh ta còn có thể lợi dụng được những thăng trầm này để làm chủ cuộc chơi mua thấp và bán cao.

Ví dụ vẽ công ty A. & p.

Tại thời điểm này, chúng tôi sẽ đưa ra một trong những ví dụ ban đầu của mình, đã có từ nhiều năm trước nhưng vẫn có sức hấp dẫn nhất định đối với chúng tôi vì nó kết hợp rất nhiều khía cạnh trong kinh nghiệm công ty và kinh nghiệm đầu tư. Ví dụ đó là về công ty Great Atlantic & Pacific Tea Co. Dưới đây là câu chuyện:

Các cổ phiếu A. & p. được đưa ra kinh doanh lần đầu trên thị trường "Curb", nay được gọi là sở Giao dịch chứng khoán Mỹ, vào năm 1929 và được bán với mức cao tới 494. Tới năm

1932, chúng đã giảm xuống chỉ còn 104, mặc dù lợi tức của công ty trong năm tai hại chung đó cũng gần bằng của năm trước. Vào năm 1936, phạm vi dao động giá của nó là từ 111 đến 131.

Rồi trong cuộc suy thoái kinh doanh và thị trường giá xuống năm 1938, các cổ phần lại giảm xuống mức thấp nhất mới là 36.

Mức giá đó là vô cùng bất thường. Nó có nghĩa là cả cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường đang được bán với tổng cộng là 126 triệu đô la, mặc dù công ty vừa báo cáo là nó hiện đang có 85 triệu đô la chỉ riêng tiền mặt và vốn lưu động (tức tài sản ròng) là 134 triệu đô la. A. & p. là công ty bán lẻ lớn nhất ở Mỹ, nếu không nói là lớn nhất thế giới, với một lịch sử liên tục và đãy ấn tượng về lợi tức lớn trong nhiều năm. Thế nhưng vào năm 1938, công ty xuất sắc này ở Phố Wall lại được coi là có giá trị ít hơn cả tài sản ròng của nó - có nghĩa là nó không được coi như một công ty đang hoạt động mà như sắp phá sản. Tại sao? Thứ nhất, đó là vì có những mối đe dọa về việc đánh thuế đặc biệt vào các chuỗi cửa hàng của công ty; thứ hai, vì lợi nhuận ròng đã giảm trong năm trước; và thứ ba, vì thị trường nói chung đang suy thoái. Lý do đầu tiên là một nỗi sợ bị phóng đại và rốt cuộc là không có cơ sở,[ế] hai lý do còn lại có đặc trưng là ảnh hưởng tạm thời.

Hãy để chúng tôi giả định rằng nhà đầu tư đã mua các cổ phiếu thường A. & p. vào năm 1937 với mức, chẳng hạn, gấp 12 lần lợi tức trung bình năm năm của nó, tức là khoảng 80. Chúng tôi không cho rằng đợt giảm giá sau đó xuống 36 là không quan trọng với anh ta. Anh ta chắc hẳn là đã được tư vấn tốt để soi xét khung cảnh này một cách cẩn thận, để xem mình có thực hiện bất kỳ một tính toán nhầm nào không. Nhưng nếu kết quả của việc xem xét này là yên tâm - chúng nên như vậy - thì anh ta khi đó được quyền bỏ qua suy thoái của thị trường, xem như là thăng trầm nhất thời của tài chính, trừ phi anh ta có tiền và sự can đảm để lợi dụng nó bằng cách mua thêm trên cơ sở giá hời được đưa ra.

Hậu quả và sự phản ánh Trong năm 1939 tiếp theo đó, các cổ phiếu của A. & p.

tăng lên đến 117,5, tức là gấp ba lần mức giá thấp nhất của năm 1938 và cao hơn nhiều so với mức trung bình của năm 1937. Sự đảo ngược trong động thái của cổ phiếu thường không có gì là bất thường, nhưng trong trường hợp của A. & p.> nó có ấn tượng hơn cả. Trong những năm sau năm 1949, cổ phiếu của chuỗi các cửa hàng tạp phẩm này tăng theo thị trường chung cho tới vào năm 1961, khi chứng khoán được chia tách (10 đổi 1) đạt mức cao nhất là 70,5, tương đương với mức 705 đối với các cổ phiếu năm 1938.

Mức giá 70,5 này ấn tượng vì nó gấp 30 lần lợi tức năm 1961. Tỷ lệ giá/lợi tức như vậy - so với mức gấp 23 lần của DJIA năm đó - hẳn phải hàm ý những kỳ vọng về sự tăng trưởng lợi tức tuyệt vời. Sự lạc quan này không được biện minh bằng báo cáo lợi tức của công ty những năm trước đó, và nó đã hoàn toàn sai lầm. Thay vì tăng nhanh, hướng đi của lợi tức trong thời kỳ sau đó nói chung là đi xuống. Trong năm tiếp sau năm có mức cao nhất 70,5, mức giá đã giảm xuống hơn một nửa còn 34. Nhưng lần này các cổ phiếu không có tính chất giá

hời mà chúng đã thể hiện vào lúc giá thấp năm 1938. Sau các kiểu dao động khác nhau, giá lại giảm xuống mức thấp nhất nữa là 21,5 vào năm 1970 và xuống còn 18 vào năm 1972 - được báo cáo là thâm hụt quý đầu tiên trong lịch sử của công ty.

Chúng ta có thể thấy trong câu chuyện này sự thăng trầm của một công ty lớn của Mỹ có thể rộng đến mức nào trong vòng chỉ hơn một thế hệ một chút, và công chúng đã định giá các cổ phần của nó với những tính toán nhầm lẫn và sự lạc quan hay bi quan quá mức thế nào. Vào năm 1938, công ty này đã thật sự được đem cho đi mà không ai muốn lấy; vào năm 1961 thì cồng chúng đổ xô mua các cổ phần của nó với mức giá cao đến ngớ ngẩn. Sau đó là một lần rất nhanh chóng nó mất nửa giá trị thị trường, và trong một vài năm nữa lại là một lần giảm giá đáng kể.

Trong khi đó, công ty biến từ một kẻ thu lợi tức một cách xuất sắc thành một kẻ tầm thường; lợi nhuận của nó trong năm bùng nổ 1968 thấp hơn vào năm 1958; nó đã trả một loạt cổ tức chứng khoán nhỏ lúng túng không được đảm bảo bởi những bổ sung cho thặng dư; và vân vân. A. & p. vào năm 1961 và 1972 là một công ty lớn hơn so với năm 1938, nhưng không hoạt động tốt bằng, không thu lợi bằng, và không hấp dẫn bằng[220].

Có hai bài học chính rút ra từ câu chuyện này. Thứ nhất là thị trường chứng khoán thường sai lầm rất nhiều, và đôi lúc một nhà đầu tư sắc sảo và can đảm có thể lợi dụng những sai sót rõ rệt của nó. Bài học thứ hai là hầu hết các công ty thay đổi về tính chất và chất lượng qua các năm, đôi lúc là tốt hơn, song có lẽ thường xuyên hơn là xấu đi. Nhà đầu tư không cần phải theo dõi hoạt động của công ty mình như một con diều hâu,[ễ] nhưng anh ta nên thỉnh thoảng nhìn nó một cách kỹ càng và cẩn thận.

Hãy để chúng tôi quay lại với so sánh của mình về người sở hữu những cổ phần có thể mua bán được và một người có quyền lợi trong một công ty tư nhân. Chúng tôi đã nói rằng người thứ nhất thì có một quyền chọn, được coi mình chỉ là người sở hữu một phần của nhiều công ty khác nhau mà anh ta đã đầu tư vào, hoặc là người giữ các cổ phần có thể bán được vào bất cứ lúc nào anh ta muốn với giá niêm yết thị trường của chúng.

Nhưng hãy lưu ý thực tế quan trọng này: Nhà đầu tư thật sự ít khi bị buộc phải bán những cổ phần của mình, và vào tất cả các thời điểm khác thì anh ta hoàn toàn không cần phải quan tâm tới giá niêm yết hiện tại. Anh ta chỉ cần quan tâm đến nó và hành động chỉ đến chừng mực phù hợp với sổ sách của anh ta, và không cần hơn[221]. Do đó, nhà đầu tư nào mà để mình bị bấn loạn hoặc lo lắng quá đáng vì những lần giảm giá thị trường một cách vô lý với những cổ phần của mình, thì anh ta đang biến lợi thế cơ bản của mình thành bất lợi cơ bản một cách tai hại. Sẽ tốt hơn đối với người đó nếu chứng khoán của anh ta không hề có báo giá thị trường, vì lúc đó anh ta sẽ thoát khỏi sự đau khổ tâm lý gây ra bởi những sai lầm trong đánh giá của người khác[222].

Ngẫu nhiên, một tình huống kiểu này trên phạm vi rộng lớn đã thật sự tồn tại trong những ngày khủng hoảng tối tăm của những năm 1931-1933. Lúc đó có một lợi thế tâm lý trong

việc sở hữu cổ phần của các công ty không có thị trường để báo giá. Ví dụ, những người sở hữu các khoản vay thế chấp bất động sản ưu tiên thứ nhất vẫn tiếp tục trả lai có thể tự nhủ rằng các đầu tư của họ đã giữ nguyên giá trị, vì không có báo giá thị trường đề cho thấy điều khác. Mặt khác, nhiều trái phiếu công ty được niêm yết có chất lượng tốt hơn và sức mạnh cơ sở lớn hơn nhiều đã phải chịu sự giảm giá nghiêm trọng theo báo giá trên thị trường, khiến những người sở hữu chúng tin rằng họ đang trở nên nghèo đi nhiều. Trên thực tế, những người sở hữu này lại tốt hơn với những chứng khoán được niêm yết, mặc cho mức giá thấp của chúng. Vì nếu họ muốn, hoặc thấy cần, thì ít nhất họ có thể bán những trái phiếu này đi - có thể là để đổi lấy những món hời hơn nữa. Hoặc họ có thể, theo một cách logic, coi những hành động của thị trường là tạm thời và về cơ bản là vô nghĩa. Nhưng đó là sự lừa dối bản thân khi bạn bảo mình rằng bạn đã không phải chịu sự giảm giá trị chỉ vì những chứng khoán của bạn không có thị trường để báo giá.

Quay lại với người sở hữu cổ phần A. & p. của chúng ta vào năm 1938, chúng tôi cho rằng miễn là anh ta giữ những cổ phần của mình thì anh ta sẽ không phải chịu thua lỗ gì từ sự giảm giá của chúng, ngoại trừ những gì mà đánh giá của chính anh ta có thể nhắc anh ta, rằng sự giảm giá có nguyên do từ sự giảm giá trị cơ sở hoặc giá trị nội tại của chúng. Nếu không có sự giảm giá kiểu như vậy xảy ra, anh ta có quyền kỳ vọng rằng giá thị trường sẽ quay trở lại với mức của năm 1937 hoặc tốt hơn - mà thực tế là nó đã diễn ra như vậy vào năm tiếp theo, về khía cạnh này, vị thế của anh ta ít nhất là tốt bằng những trường hợp anh ta sở hữu cổ phần của một công ty gọi vốn nội bộ không có thị trường để báo giá cổ phần của nó. Vì cả trong trường hợp đó nữa, anh ta có thể có hoặc có thể không có lý lẽ biện hộ về việc cắt tỉa bớt trong tâm tưởng một phần giá chi phí các cổ phần của anh ta do tác động của vụ suy thoái năm 1938 - tùy thuộc vào những gì đã xảy ra với công ty của anh ta.

Những người phê bình phương pháp giá trị trong đầu tư chứng khoán lập luận rằng các cổ phiếu thường được niêm yết không thể hoàn toàn được coi hoặc định giá theo cách như của một quyền lợi trong một công ty gọi vốn nội bộ tương tự, vì sự có mặt của một thị trường chứng khoán có tổ chức "tạo cho việc sở hữu vốn cổ phần một thuộc tính quan trọng là tính thanh khoản". Nhưng ý nghĩa thật sự của tính thanh khoản trước hết là nhà đầu tư có cái lợi là sự định giá hàng ngày và thay đổi của thị trường chứng khoán với những cổ phần của anh ta, cho dù sự định giá đó có giá trị gì đi nữa, và thứ hai là nhà đầu tư có thể tăng hoặc giảm mức đầu tư của mình tại con số hàng ngày của thị trường - nếu anh muốn làm như vậy. Do đó sự tồn tại của một thị trường báo giá tạo cho nhà đầu tư những quyền chọn nhất định mà anh ta không có nếu chứng khoán của anh ta không được báo giá. Nhưng nó không áp đặt được giá đã báo lên một nhà đầu tư thích lấy quan niệm về giá trị của mình từ nguồn khác.

Hãy để chúng tôi kết thúc phần này bằng một thứ có hơi hướng như truyện ngụ ngôn. Hãy tưởng tượng rằng trong một công ty gọi vốn nội bộ nào đó, bạn sở hữu một cổ phần nhỏ mà bạn đã chi vào đó 1.000 đô la. Một trong những đối tác của bạn tên là Ngài Thị trường là người bạn rất sốt sắng. Mỗi ngày ông ta cho bạn biết cổ phần của bạn có giá trị bao nhiêu và hơn nữa đề nghị mua hết cho bạn hoặc bán cho bạn thêm cổ phần trên cơ sở đó. Đôi lúc quan

niệm về giá trị của ông ta có vẻ rất đáng tin và được biện hộ bởi những diễn biến và triển vọng kinh doanh mà bạn biết. Mặt khác, một cách thường xuyên, Ngài Thị trường lại để sự hăng hái hoặc sợ hãi lấn lướt, và bạn thấy giá trị mà ông ta đưa ra có vẻ thiếu chút nữa là thành ngớ ngẩn.

Nếu bạn là nhà một nhà đầu tư cần thận hoặc một nhà kinh doanh sáng suốt, liệu bạn có để thông tin hàng ngày của Ngài Thị trường quyết định cách nhìn của bạn về giá trị của một khoản đầu tư 1.000 đô la vào công ty? Chỉ trừ phi bạn đồng ý với ông ta, hoặc trong trường hợp bạn muốn giao dịch với ông ta. Bạn có thể vui sướng bán hết cho ông ta khi ông ta báo giá cao đến ngớ ngẩn, và cũng vui không kém khi mua từ ông ta khi mức giá thật thấp. Nhưng trong phần lớn thời gian còn lại, bạn sẽ sáng suốt hơn khi tự hình thành các quan niệm của mình về giá trị các cổ phần mà bạn nắm giữ, dựa vào các báo cáo đầy đủ của công ty về hoạt động và vị thế tài chính của nó.

Một nhà đàu tư thật sự ờ đúng vị trí đó khi anh ta sở hữu một cổ phiếu thường được niêm yết. Anh ta có thể lợi dụng giá thị trường hàng ngày hoặc mặc kệ nó, tùy theo những nhận định và mong muốn của chính bản thân anh ta. Anh ta cần phải nhận thức được các chuyển động giá quan trọng, vì nếu không thì những nhận định của anh ta sẽ chẳng để làm gì. Chúng có thể đưa cho anh ta một tín hiệu cảnh báo mà anh ta sẽ có lợi khi làm theo - nói đơn giản nghĩa là anh ta phải bán cổ phần của mình vì giá đã đi xuống, báo hiệu những điều tệ hơn sắp tới. Theo quan điểm của chúng tôi, các dấu hiệu này gây nhầm lẫn cũng chẳng kém số lần mà chúng có ích. Tóm lại, các dao động giá chỉ có một ý nghĩa đáng chú ý với nhà đầu tư thực thụ. Chúng tạo cơ hội cho anh ta mua một cách thông minh khi giá giảm mạnh và bán một cách thông minh khi giá tăng lên nhiều. Còn vào những lúc khác, sẽ tốt hơn cho anh ta nếu anh ta quên thị trường chứng khoán đi và tập trung sự chú ý vào các tỷ suất lợi nhuận cổ tức của mình và các kết quả hoạt động của các công ty của anh ta.

Tổng kết Khác biệt thực tế nhất giữa nhà đầu tư và nhà đầu cơ là ở thái độ của họ với các động thái của thị trường chứng khoán. Mối quan tâm chủ yếu của nhà đầu cơ là dự đoán và thu lợi từ những dao động của thị trường. Mối quan tâm chủ yếu của nhà đầu tư nằm trong việc mua và giữ những chứng khoán phù hợp với mức giá phù hợp. Các chuyên động của thị trường đối với anh ta quan trọng theo nghĩa thực tế, vì chúng luân phiên tạo ra các mức giá thấp mà anh ta có thể mua một cách thông minh và các mức giá cao mà anh ta hẳn nên ngừng mua và chắc là khôn ngoan khi bán đi.

Việc nhà đấu tư điển hình có nên thường xuyên trì hoãn việc mua cho tới khi các mức thị trường thấp xuất hiện là việc không he chắc chắn, vì nó có thể cần một khoảng thời gian chờ đợi dài, có nhiều khả năng sẽ mất thu nhập, và khả năng mất các cơ hội đầu tư. Về tổng thể, có lẽ tốt hơn nếu nhà đầu tư thực hiện việc mua chứng khoán của mình mỗi khi anh ta có tiền để đặt vào chứng khoán, trừ lúc mức thị trường chung cao hơn nhiều với những gì được coi là hợp lý theo các tiêu chuẩn về giá trị đã được xác lập vững chắc. Nếu anh ta muốn lanh lợi thì anh ta có thể tìm các cơ hội giá hời luôn hiện hữu trong các chứng khoán đơn lẻ.

Ngoài việc dự đoán những chuyển động của thị trường chung, nhiều nỗ lực và trí năng trên Phố Wall được hướng vào việc chọn các chứng khoán hoặc nhóm cồng nghiệp xét về mặt giá sẽ "hoạt động tốt hơn" những cái còn lại trong một thời kỳ tương đối ngắn trong tương lai. Dù việc này có vẻ logic, chúng tôi không tin rằng nó hợp với nhu cầu hay tính khí của nhà đầu tư thực thụ - nhất là vì anh ta sẽ phải cạnh tranh với một số lượng lớn các nhà kinh doanh trên thị trường chứng khoán và những nhà phân tích hàng đầu đang cố làm điều tương tự. Giống như trong tất cả những hoạt động khác trong đó đặt chuyển động giá lên đầu và giá trị cơ sở vào hàng thứ hai, việc của những đầu óc thông minh thường làm trong lĩnh vực này có xu hướng chung là tự trung lập hóa bản thân và tự đánh bại bản thân sau nhiều năm.

Nhà đầu tư với một danh mục đầu tư gồm những chứng khoán hợp lý cần phải ý thức được việc giá của chúng sẽ dao động và không nên lo lắng vì những lần giảm giá mạnh hay trở nên háo hức vì những lần tăng giá mạnh. Anh ta nên nhớ rằng việc có báo giá thị trường là một điều thuận tiện cho anh ta, dù để lợi dụng nó hay để bỏ qua nó. Anh ta không bao giờ nên mua một chứng khoán vì nó tăng giá hay bán một chứng khoán vì nó đã giảm giá. Anh ta sẽ không sai lắm nếu đọc câu châm ngôn trên một cách đơn giản hơn: "Không bao giờ mua một chứng khoán ngay sau chỉ một lần tăng giá đáng kể hay bán một chứng khoán ngay sau chỉ một lần giảm giá đáng kểữ”

Một điều cân nhắc bổ sung Nên nói thêm một chút về tầm quan trọng của các mức giá thị trường trung bình khi được dùng làm thước đo năng lực quản lý. Người sở hữu cổ phần đánh giá xem sự đầu tư của mình có thành công hay không dựa vào lượng cổ tức nhận được cũng như xu hướng dài hạn của giá trị thị trường trung bình. Cùng tiêu chí này nên được áp dụng một cách logic vào việc kiểm tra hiệu quả của ban quản lý (management) của một công ty và sự vững chắc của thái độ của ban quản lý đối với những người chủ sở hữu của công ty.

Điêu này nghe có vẻ hiển nhiên, nhưng nó cần được nhấn mạnh. Vì cho đến giờ chưa có một kỹ thuật hay phương cách nào được chấp nhận rộng rãi để đưa ban quản lý ra kiểm định trước thước đo của ý kiến thị trường. Ngược lại, các ban quản lý luôn cương quyết rằng họ không có bất kỳ loại trách nhiệm nào về những gì xảy ra với giá trị thị trường của các cổ phần của họ. Đúng là họ không phải chịu trách nhiệm về các dao động giá, như chúng tôi vẫn nhấn mạnh, là cái không có mối liên quan gì với các điều kiện nen tảng và giá trị cơ sở. Nhưng chỉ có sự thiếu nhạy bén và kém thông minh của những người cổ đông bình dân mới để sự miễn trừ trách nhiệm này mở rộng sang cả lĩnh vực báo giá thị trường, trong đó có việc thường xuyên hình thành một mức giá thấp và không thỏa đáng. Các ban quản lý tốt sẽ tạo ra mức giá thị trường trung bình tốt, và các ban quản lý kém sẽ tạo ra các giá thị trường xấu[223].

Dao động của giá trái phiếu Nhà đầu tư nên chú ý rằng mặc dù sự an toàn đối với vốn và lai của nó có thể không phải bàn cãi, một trái phiếu dài hạn có thể thay đổi giá thị trường rất rộng để phản ứng với sự thay đổi lãi suất. Trong bảng 8-1, chúng tôi đưa ra số liệu của nhiều

năm kể từ năm 1902 về lợi tức của các phát hành chứng khoán công ty cấp cao và các phát hành chứng khoán miễn thuế.

Để minh họa cụ thể, chúng tôi đã thêm vào những dao động giá của hai phát hành chứng khoán đường sắt đại diện cho một thời kỳ tương tự. (Đó là trái phiếu thế chấp chung Atchison, Topeka & Santa Fe 4, đáo hạn vào năm 1995, trong nhiều thế hệ là một trong những phát hành trái phiếu cấp cao không được thu hồi của chúng ta, và trái phiếu Northern Pacific Ry. 3, đáo hạn vào năm 2047 - ban đầu có kỳ hạn 150 năm! - vốn là một trái phiếu hạng Baa điển hình).

BẢNG 8-1 Dao động về hoa lợi trái phiếu và về mức giá của hai phát hành trái phiếu tiêu biểu, 1902-1970

	Mức hoa lợi trái phiếu		**Giá trái phiếu**		
	Chỉ số tổng hợp AAA của S & P, %	Các trái phiếu đô thị trong S & P, %		A. T. và S. F. 4, 1995	Nor. Pac. 3, 2047
Mức thấp 1902	4,31	3,11	Mức cao 1905	105,5	79
Mức cao 1920	6,40	5,28	Mức thấp 1920	69	49,5
Mức thấp 1928	4,53	3,90	Mức cao 1930	105	73
Mức cao 1932	5,52	5,27	Mức thấp 1932	75	46,75
Mức thấp 1946	2,44	1,45	Mức cao 1936	117,25	85,25
Mức cao 1970	8,44	7,06	Mức thấp 1939–40	99,5	31,5
	7,14	5,35	Mức cao 1946	141	94,75
			Mức thấp 1970	51	32,75
			Mức đóng cửa 1971	64	37,25

BẢNG 8-1 Từ những thứ hôi hán cho đến những ngôi sao

Công ty	Lĩnh vực kinh doanh	1999	2000	2001	2002	Giá trị cuối cùng của 1000 đô la được đầu tư vào ngày 1/1/1999
Angelia	đồng phục công nghiệp	-43,7	1,8	19,3	94,1	1,328
Ball Corp	đóng gói bằng kim loại và nhựa	-12,7	19,2	55,3	46,0	2,359
Checkers Drive-In Restaurants	đồ ăn nhanh	-45,5	63,9	66,2	2,1	1,517
Family Dollar Stores	bán lẻ hạ giá	-25,1	33,0	41,1	5,0	1,476
International Game Technology	thiết bị đánh bạc	-16,3	136,1	42,3	11,2	3,127
J B Hunt Transportation	xe tải	-39,1	21,9	38,0	26,3	2,665
Jos. A. Bank Clothiers	quần áo	-62,5	50,0	57,1	201,6	1,453
Lockheed Martin	quốc phòng & vũ trụ	-46,9	58,0	39,0	24,7	1,453
Pier 1 Imports	nội thất gia đình	-33,2	63,9	70,5	10,3	2,059
UST Inc	thuốc lá hít	-23,5	21,6	32,2	1,0	1,241
Wilshire Internet chỉ số		139,1	-55,5	-46,0	-45,0	315
Wilshire 5000 chỉ số (tổng chỉ số thị trường chứng khoán)		23,8	-10,9	-11,0	20,8	778
			23,			

Tổng tỉ suất lợi nhuận Nguồn: Aronson + Johnson + Ortiz, L.P.; WWW. wilshire. com Do mối quan hệ nghịch đảo của chúng mà tỷ suất lợi tức thấp tương ứng với giá cao và ngược lại. Việc giảm giá của các trái phiếu Northern Pacific 3 vào năm 1940 chủ yếu thể hiện sự nghi ngờ về độ an toàn của phát hành đó. Đúng là phi thường khi giá hồi phục lại và thành một mức cao kỷ lục sau một vài năm, rồi sau đó mất hai phần ba mức giá của nó chủ yếu vì việc tăng lãi suất chung. Có những thay đổi đến kinh ngạc khác nữa trong giá của ngay cả những trái phiếu cấp cao nhất trong bốn mươi năm vừa qua.

Lưu ý rằng giá trái phiếu không dao động theo cùng tỷ lệ (nghịch) của các mức hoa lợi đã tính, vì giá trị đáo hạn cố định 100% của chúng có ảnh hưởng điều tiết. Tuy nhiên, với những kỳ hạn rất dài, chẳng hạn như trong ví dụ Northern Pacific của chúng tôi, mức giá và hoa lợi thay đổi ờ mức gần bằng nhau.

Kể từ năm 1964, các chuyển động đi theo cả hai hướng trên thị trường trái phiếu cấp cao. Chẳng hạn, lấy các trái phiếu "đô thị thượng hạng" ("prime municipals") (miễn thuế) làm ví dụ, tỷ suất lợi tức của chúng đã tăng hơn gấp đôi, từ 3,2% vào tháng 1/1965 lên tới 7% vào tháng 6/1970. Chỉ số giá của chúng đã giảm tương ứng từ 110,8 xuống còn 67,5. Vào giữa năm 1970, mức tỷ suất lợi tức của các trái phiếu dài hạn cấp cao là cao hơn bất cứ lúc nào trong gần 200 năm lịch sử kinh tế của nước Mỹ[224]. Hai mươi lăm năm trước, ngay trước khi thị trường giá lên kéo dài bắt đầu, các mức tỷ suất lợi tức trái phiếu đạt mức thấp nhất

trong lịch sử; những trái phiếu đô thị dài hạn có tỷ suất lợi nhuận thấp tới 1 %, và các trái phiếu công nghiệp có tỷ suất lợi nhuận 2,40% so với mức từ 4,5 đến 5% trước đó được coi là "bình thường". Những ai có kinh nghiệm lâu dài trên Phố Wall sẽ thấy định luật của Newton về "lực và phản lực ngược chiều và cùng độ lớn" có tác dụng liên tiếp trên thị trường chứng khoán - ví dụ đáng nhớ nhất là việc DJIA tăng từ 64 vào năm 1921 lên tới 381 vào năm 1929, theo sau là vụ sập kỷ lục xuống còn 41 vào năm 1932. Nhưng lần này độ dao động rộng nhất của con lắc diễn ra trong khu vực của giá và tỷ suất lợi tức trái phiếu vẫn thường phẳng lặng và chuyên động chậm. Bài học là: Không có gì quan trọng ở trên Phố Wall có thể được chắc chắn là sẽ xảy ra đúng như những gì nó đã xảy ra trước đó. Điều này đại diện cho nửa đầu của châm ngôn ưa thích nhất của chúng tôi: "Nó càng thay đổi nhiều, thì nó càng là nó.”

Nễu như việc đưa ra các dự đoán đáng có về chuyên động giá của chứng khoán là găn như không thể, thì làm vậy với trái phiếu là hoàn toàn không thê’[225]. Ngày xưa, ít ra, người ta thường có thê’ tìm thấy một gợi ý có ích về kết thúc sắp đến của một thị trường giá lên hoặc giá xuống bằng cách nghiên cứu các động thái trước đó của trái phiếu, nhưng không có những manh mối tương tự đối với việc thay đồi sắp tới trong mức lãi suất và giá trái phiếu. Do đó, nhà đầu tư phải chọn giữa đầu tư trái phiếu ngắn hạn và dài hạn trên cơ sờ chủ yếu dựa vào sờ thích cá nhân của anh ta.

Nếu anh ta muốn chắc chắn rằng các giá trị thị trường sẽ không giảm, lựa chọn tốt nhất của anh ta chắc là các trái phiếu tiết kiệm Mỹ, loạt E hoặc H, đã được miêu tả ở trên, trang 111. cả hai sẽ cho anh ta tỷ suất lợi tức 5% (sau năm đầu tiên), loạt E có kỳ hạn lên tới 5,83 (55/6) năm, và loạt H lên tới 10 năm, với giá bán lại đảm bảo bằng giá mua hoặc hơn.

Nếu nhà đầu tư muốn mức 7,5% hiện đang có với những trái phiếu công ty dài hạn tốt, hoặc 5,3% của các trái phiếu đô thị miễn thuế, anh ta phải chuẩn bị tâm lý thấy chúng dao động giá. Các ngân hàng và công ty bảo hiểm có đặc quyền định giá các trái phiếu có tín nhiệm cao kiểu này trên cơ sở toán học của "chi phí khấu hao" ("amortized cost"), chi phí này không nhìn nhận giá thị trường; cũng không phải một ý tưởng tồi nếu nhà đầu tư cá nhân muốn làm một điều tương tự.

Dao động giá của các trái phiếu chuyển đổi và cổ phiếu ưu đãi là kết quả của ba yếu tố khác nhau: (1) thay đổi về giá của cổ phiếu thưởng tương ứng, (2) thay đổi về vị thế tín dụng của công ty, và (3) thay đối của các mức lãi suất chung. Một lượng lớn các phát hành trái phiếu chuyên đổi đã được bán bời những công ty có đánh giá tín nhiệm thấp hơn nhiều so với những công ty tốt nhất[226]. Một số bị ảnh hưởng rất tệ bởi vụ thắt chặt tài chính vào năm 1970. Kẽt quả là các phát hành trái phiếu chuyên đổi nói chung đã phải chịu gấp ba lần các tác động gây bất ổn trong những năm gần đây, và sự dao động giá rộng một cách bất thường. Do đó, trong trường hợp điển hình, nhà đầu tư sẽ lừa dối bân thân nẽu anh ta mong đợi các phát hành trái phiếu chuyên đổi có sự kết hợp lý tưởng giữa tính an toàn của trái phiếu cấp cao và sự bâo hộ về giá, cùng cơ hội thu lợi từ việc tăng giá của trái phiếu thường.

Đây có lẽ là chỗ tốt đề gợi ý về "trái phiếu dài hạn trong tương lai". Tại sao những ảnh hưởng của việc thay đổi lãi suất lại không được chia ra giữa người cho vay và người vay trên một cơ sở thực tế và hợp lý nào đẩy? Một cách có thể là bán những trái phiếu dài hạn với sự thanh toán lãi suất thay đối theo chỉ số phù hợp của mức hiện tại. Những kết quả chính của việc này sẽ là: (1) trái phiếu của nhà đầu tư sẽ luôn có giá trị vốn khoảng 100, nếu công ty duy trì được mức đánh giá tín nhiệm của nó, nhưng lãi nhận được sẽ thay đổi cùng với, chẳng hạn, mức của những trái phiếu phát hành mới thông thường; (2) công ty sẽ có lợi thế của một khoản nợ dài hạn - được miễn những vẫn đề và chi phí của việc lặp đi lặp lại thường xuyên quá trình tái huy động vốn - nhưng lãi suất của nó sẽ thay đổi từng năm[227].

Trong thập kỷ qua, nhà đầu tư trái phiếu đã gặp phải một vẫn đề ngày một nghiêm trọng: Anh ta có nên chọn sự ổn định hoàn toàn của giá trị vốn, nhưng với các mức lãi suất thay đối và thường là thấp (ngắn hạn)? Hay anh ta nên chọn một khoản thu nhập với lãi suất cố định, với những thay đổi đáng kể (thường có vẻ là đi xuống) của giá trị vốn? Sẽ tốt cho hầu hết các nhà đầu tư nếu họ có thể dàn xếp giữa hai thái cực này, và được đảm bảo rằng cả mức sinh lợi theo lãi suất hay giá trị vốn của họ đều không giảm xuống dưới một mức tối thiểu nhất định trong, chẳng hạn, một thời kỳ 20 năm. Điêu này có thể được dàn xếp mà không quá phức tạp, thông qua một hợp đồng trái phiếu thích hợp kiểu mới. Lưu ý quan trọng: Trên thực tế, chính phủ Mỹ đã làm một việc tương tự trong việc kết hợp những hợp đồng trái phiếu tiết kiệm ban đầu với các mở rộng của chúng ở mức lãi suất cao hơn. Gợi ý chúng tôi đưa ra ở đây sẽ bao trùm một thời kỳ đầu tư cố định dài hơn các trái phiếu tiết kiệm, và sẽ đưa ra sự linh hoạt hơn trong các điều khoản về mức lỗi suất[228]ữ Không đáng để nói về các trái phiếu ưu đãi không chuyển đổi ở đây, vì tình trạng thuế đặc biệt của chúng khiến những trái phiếu an toàn trở thành món hàng nắm giữ đáng khao khát của các công ty - ví dụ, những công ty bảo hiểm - hơn là của các cá nhân. Những cái chất lượng kém hơn hầu như luôn chắc chắn sẽ dao động trong phạm vi rộng, về mặt phần trăm, không khác mấy so với các cổ phiếu thường. Chúng tôi không thể đưa ra nhận xét có ích nào về chúng. Bảng 16-2 ở trang 454, đưa ra một số thông tin về sự thay đổi giá của các trái phiếu ưu đãi không chuyên đổi cấp thấp hơn trong thời gian từ tháng 12 năm 1968 đến tháng 12 năm 1970. Mức giâm trung bình là 17%, so với 11,3% của chỉ số tổng hợp s & p của các cổ phiếu thường.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 8 Hạnh phúc của những người muốn được nổi tiếng thì phụ thuộc vào người khác; hạnh phúc của những người tìm kiếm niềm vui thì dao động cùng với các tâm trạng nằm ngoài tầm kiểm soát của họ; còn hạnh phúc của người thông thái thì đến từ những hành động tự do của chính họ.

- Marcus Aurelius TIẾN SỸ JEKYLL VÀ NGÀI THỊ TRƯỜNG[229] Trong phần lớn thời gian, thị trường đã định giá hầu hết các chứng khoán một cách khá chuẩn xác. Hàng triệu người mua và bán cò cưa về giá cả đã thực hiện khá tốt việc định giá các công ty - xét về trung bình. Nhưng đôi khi, mức giá không đúng; thỉnh thoảng, nó còn rất sai. Và vào những lúc đó, bạn cần hiểu về hình ảnh Ngài Thị trường của Graham, có lẽ là so sánh tuyệt vời nhất được tạo ra để giải thích cách mà các chứng khoán bị định giá nhầm[230]. Ngài Thị trường lúc hưng phấn lúc trầm cảm này không phải lúc nào cũng định giá một chứng khoán theo cách mà một nhà định giá hay một người mua tư nhân sẽ định giá một công ty. Ngược lại, khi mà chứng khoán đi lên, ông ta sẵn sàng trả nhiều hơn giá trị khách quan của chúng; và khi chúng đi xuống, ông ta sẽ loạn lên để vứt chúng đi với giá thấp hơn giá trị thực của chúng.

Ngài Thị trường còn tồn tại không? ông ta còn bị lưỡng phân tính cách không? Dám cá là vẫn bị.

Vào ngày 17/3/2000, chứng khoán của công ty Inktomi Corp. đạt mức giá cao mới là 231,625 đô la. Vì chúng tham gia thị trường lần đầu vào tháng 6 năm 1998, các cổ phần của công ty phần mèm tìm kiếm thông tin trên Internet này đã tăng giá gần 1.900%. Chỉ trong một vài tuần kể từ tháng 12 năm 1999, chứng khoán này đã gần như tăng gấp ba lần.

Điêu gì đang xảy ra ở công ty Inktomi có thể khiến chứng khoán Inktomi có giá đến như vậy? Câu trả lời có vẻ hiển nhiên: sự tăng trưởng nhanh bất thường. Trong ba tháng tính đến tháng 12 năm 1999, Inktomi đã bán được 36 triệu đô la tiền sản phẩm và dịch vụ, nhiều hơn cả những gì nó đã bán được trong cả một năm kết thúc vào tháng 12 năm 1998. Nếu Inktomi có thể duy trì mức tăng trưởng của 12 tháng trước đó chỉ trong năm năm tiếp theo, thì lợi nhuận của nó sẽ bùng nổ từ mức 36 triệu đô la một quý thành 5 tỷ đô la một tháng. Với mức tăng trưởng được mong đợi trong tương lai như vậy, chứng khoán này càng lên giá nhanh thì có vẻ như nó sẽ càng lên cao nữa.

Nhưng trong mối tình điên cuồng của mình với chứng khoán của Inktomi, Ngài Thị trường đã bỏ qua một điều gì đấy về công ty của nó. Công ty này đang mất tiền - rất nhiều tiền. Nó đã thua lỗ 6 triệu đô la trong quý gần đây nhất, 24 triệu đô la trong 12 tháng trước đó, và 24 triệu trong năm trước đó. Trong cả cuộc đời của công ty, Inktomi chưa bao giờ kiếm ra một đồng lợi nhuận nào. Thế mà, vào ngày 17/3/2000, Ngài Thị trường lại định giá công ty bé xíu này tổng cộng là 25 tỷ đô la. (Đúng vậy, tỷ đô la).

Và rồi Ngài Thị trường rơi vào cơn trầm cảm bất ngờ như ác mộng. Vào ngày 30/9/2002, chỉ hai năm rưỡi sau khi đạt 231,625 đô la một cổ phần, chứng khoán của Inktomi đóng cửa với

mức 25 xu - đánh sập mức giá thị trường tổng cộng là 25 tỉ đô la xuống còn chưa đầy 40 triệu đô la. Công việc kinh doanh của Inktomi đã tàn lụi? Hoàn toàn không phải; trong 12 tháng trước đó, công ty đã thu được lợi nhuận là 113 triệu đô la. Vậy điều gì đã thay đổi? Chỉ có tâm trạng của Ngài Thị trường thôi: Vào đầu năm 2000, các nhà đầu tư điên lên về Internet đến nỗi định giá cổ phần của Inktomi gấp 250 lần lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên, bây giờ, họ chỉ trả 0,35 lần lợi nhuận của nó thôi. Ngài Thị trường đã biến hóa từ Tiến sỹ Jekyll thành Ngài Hyde và đang đập phá dữ dội tất cả các chứng khoán đã chơi khăm ông.

Nhưng sự bất hợp lý trong cuộc thịnh nộ ban đêm của Ngài Thị trường cũng không hơn gì trạng thái phê hưng cảm của ông. Vào ngày 23/12/2002, công ty Yahoo! Inc. thông báo là nó sẽ mua Inktomi với giá 1,65 đô la một cổ phần. Mức giá đó là gần gấp bảy lần giá chứng khoán của Inktomi vào ngày 30 tháng 9. Lịch sử sẽ chứng tỏ rằng Yahoo! đã có một món hời. Khi Ngài Thị trường làm cho các chứng khoán rẻ đến như vậy, không có gì đáng ngạc nhiên khi có những công ty bị mua hoàn toàn ngay dưới chân ông ta[231].

Tự MÌNH NGHĨ CHO MÌNH Bạn có sẵn sàng để một lão khùng rõ rành rành đến với bạn ít nhất năm lần một tuần và bảo bạn rằng bạn nên có cùng cảm xúc với ông ta hay không? Bạn có bao giờ đồng ý vui sướng tột độ chỉ vì ông ta cảm thấy như vậy hay không - hay buồn thảm chỉ vì ông ta nghĩ bạn nên như vậy? Tất nhiên là không rồi. Bạn sẽ cương quyết đòi quyền kiểm soát đời sống tâm lý của chính mình, dựa vào những trải nghiệm và niềm tin của bản thân. Nhưng, trong cuộc sống tài chính của mình, hàng triệu người đã để cho Ngài Thị trường bảo họ phải có cảm xúc gì và phải làm gì - mặc cho một thực tế hiển nhiên là đôi khi ông ta có thể điên khùng cực độ.

Vào năm 1999, khi Ngài Thị trường đang rú lên sung sướng, các nhân viên người Mỹ đã đặt 8,6% tiền lương của mình vào các kế hoạch nghỉ hưu 401 (k) của mình. Đến năm 2002, Ngài Thị trường đã tốn ba năm nhét các chứng khoán vào túi rác, và mức đóng góp trung bình vào quỹ 401 (k) đã giảm gần một phần tư, xuống còn 7%[232]. Các chứng khoán càng rẻ hơn, người ta lại càng ít háo hức mua chúng hơn-vì họ đang bắt chước Ngài Thị trường, thay vì tự mình suy nghĩ.

Bằng cách từ chối để Ngài Thị trường làm chủ bạn, bạn sẽ biến ông ta thành đây tớ cho mình. Dù sao, kể cả lúc ông ta có vẻ đang phá hoại các giá trị, thì ông ta cũng đang tạo ra chúng ở những nơi khác. Vào năm 1999, chỉ số Wilshire 5000 - thước đo lớn nhất của diễn biến kết quả thị trường chứng khoán Mỹ - đã tăng 23,8%, được thúc đẩy nhờ các chứng khoán công nghệ và truyền thông, Nhưng 3.743 chứng khoán trong số 7.234 chứng khoán trong chỉ số Wilshire đã giảm giá trị ngay cả khi số trung bình vẫn tăng. Trong khi những chứng khoán cồng nghệ cao và truyền thông nóng hơn cả một cái nắp xe đua vào giữa buổi chiều tháng 8, thì hàng nghìn chứng khoán của các ngành "kinh tế lâu đời" lại đông cứng dưới bùn - và trở nên mỗi lúc một rẻ hơn.

Chứng khoán của CMGI, một "lò ấp", tức công ty mẹ của những công ty Internet mới khởi nghiệp, đã tăng một cách đáng kinh ngạc là 939,9% vào năm 1999. Trong khi đó, Berkshire

Hathaway - công ty mẹ mà qua đó người học trò vĩ đại nhất của Graham là Warren Buffet đã sở hữu những công ty mạnh mẽ của các ngành kinh tế lâu đời như Coca-Cola, Gillette, và Washington Post Co. - đã giảm 24,9%[233].

Thế nhưng lúc đó, như nó vẫn thường làm, tự nhiên thị trường lại có một sự quay ngoắt về tâm lý. Hình 8- 1 cho thấy ví dụ về cách mà những chứng khoán thối của năm 1999 đã biến thành những ngôi sao từ năm 2000 đến năm 2002.

Còn đối với hai công ty mẹ đó, CMGI sau đó mất 96% vào năm 2000, thêm 70,9% nữa vào năm 2001, và còn mất 39,8% nữa vào năm 2002 - tổng cộng mất 99,3%. Berkshire Hathaway tăng thêm 26,6% vào năm 2000 và 6,5% vào năm 2001, rồi mất một khoản nhỏ 3,8% vào năm 2002 - tổng cộng tăng 30%.

BẠN CÓ THÊ ĐÁNH BẠI CÁC CHUYÊN GIA TRONG CHÍNH TRÒ CHƠI CỦA HỌ KHÔNG?

Một trong những nhận định mạnh mẽ nhất của Graham là thế này: "Nhà đầu tư nào đề mình bị dẫm đạp hoặc lo lắng quá đáng vì những lần giảm giá thị trường một cách vô lý đối với những cổ phiếu của mình, nhà đầu tư đó đang biến lợi thế cơ bản của anh ta thành bất lợi cơ bản một cách tai hại".

Graham có ý gì khi nói "lợi thế cơ bản"? ông muốn nói rằng nhà đắu tư cá nhân thông minh có toàn bộ sự tự do lựa chọn để theo hay không theo Ngài Thị trường. Bạn có được niềm sung sướng của việc tự nghĩ cho mình [234].

Tuy nhiên, nhà quản lý tiền tệ điển hình không có lựa chọn nào khác ngoài bắt chước từng hành động của Ngài Thị trường - mua cao, bán thấp, dậm chân một cách gãn như vô hồn theo những bước chân thất thường của ông ta. Đây là một trong những bất lợi mà những nhà quản lý quỹ tương hỗ và các nhà đầu tư chuyên nghiệp phải chịu:

• Với hàng tỷ đô la dưới quyền quản lý, họ phải hướng về những chứng khoán lớn nhất - những cái duy nhất mà họ có thể mua theo khối lượng triệu đô la mà họ cần đề làm đãy danh mục đầu tư của mình. Do đó mà nhiều quỹ rốt cuộc sở hữu những chứng khoán khổng lồ giá cao.

• Các nhà đàu tư thường có xu hướng đổ thêm tiền mới vào các quỹ khi mà thị trường đi lên. Các nhà quản lý lại dùng tiền mới để mua thêm những chứng khoán mà họ đã sở hữu, đầy giá lên các mức cao nguy hiểm hơn nữa.

• Nếu các nhà đầu tư vào quỹ đòi lại tiền khi thị trường giảm, các nhà quản lý có thể sẽ phải bán chứng khoán để trả tiền cho họ. Cũng như khi các quỹ bị ép mua chứng khoán với những mức giá quá cao trong một thị trường đi lên, họ lại trở thành những người bị ép bán khi chứng khoán trở nên rẻ hơn.

•	Nhiều nhà quản lý danh mục đầu tư được thưởng thêm khi họ thắng thị trường, nên họ luôn bị ám ảnh với việc đo mức sinh lợi của mình theo thang điểm chuẩn kiểu như chỉ số s & p 500. Nếu một công ty được đưa vào một chỉ số, hàng trăm quỹ sẽ mua nó theo bản năng. (Nếu họ không mua, và chứng khoán đó lại hoạt động tốt, thì nhà quản lý có vẻ ngốc; ngược lại, nếu họ mua nó và nó hoạt động kém, thì sẽ không ai trách họ cả).

• Ngày càng nhiều nhà quản lý quỹ bị trông đợi phải chuyên môn hóa. Như trong ngành y, bác sĩ đa khoa phải nhường chỗ cho bác sĩ dị ứng nhi khoa và bác sĩ tai mũi họng lão khoa, những nhà quản lý quỹ chỉ được mua những chứng khoán "tăng trưởng nhỏ", hoặc những chứng khoán "giá trị cỡ trung", hoặc không được mua gì ngoài chứng khoán "hỗn hợp lớn"[235]. Nếu một công ty trở nên quá lớn, hoặc quá nhỏ, hoặc quá rẻ, hoặc hơi quá đắt, thì quỹ phải bán chúng, cho dù nhà quản lý thích chứng khoán đó.

Vậy nên không có lý do gì mà bạn không thể làm tốt bằng những người chuyên nghiệp. Những gì bạn không thể làm (cho dù các bậc thông thái nói rằng bạn có thể) là "thắng những người chuyên nghiệp trong chính trò chơi của họ". Những người chuyên nghiệp còn không thắng nổi trò chơi của chính mình kia mà! Tại sao bạn lại muốn chơi trò đầu cơ chứ? Nếu bạn làm theo luật của họ, bạn sẽ thua - vì bạn sẽ trở thành nô lệ của Ngài Thị trường, cũng như những người chuyên nghiệp mà thôi.

Ngược lại, hãy nhận ra rằng đầu tư thông minh là kiểm soát những gì có thể kiểm soát được. Bạn không thể kiểm soát được những thứ như liệu các chứng khoán hay quỹ mà bạn mua có thể vượt hơn thị trường chung hôm nay, tháng này, hay năm nay không; trong thời gian ngắn, các tỷ suất lợi nhuận của bạn sẽ luôn là con tin của Ngài Thị trường và tính đồng bóng của ông ta. Nhưng bạn có thể kiểm soát:

•	chi phí môi giới của mình, bằng cách kinh doanh ít lần, một cách bình tĩnh, và rẻ tiền
•	chi phí sở hữu của mình, bằng cách từ chối mua các quỹ tương hỗ có chi phí hằng năm quá cao •	những kỳ vọng của mình, bằng đầu óc thực tế, chứ không phải ảo tưởng, để dự báo tỷ suất lợi nhuận của mình [236] •	rủi ro của mình, bằng cách quyết định đặt bao nhiêu tài sản của mình vào trong thị trường chứng khoán, bằng cách đa dạng hóa, và tái cân đối •	hóa đơn tiên thuế của mình, bằng cách giữ các chứng khoán trong ít nhất một năm, và, khi có thể, ít nhất trong năm năm, để giảm thuế lãi vốn của bạn •	và, hơn cả, là hành vi của bản thân.

Nếu bạn xem kênh truyền hình tài chính, hoặc đọc hầu hết các chuyên mục thị trường, bạn sẽ nghĩ rằng đầu tư là một dạng thể thao, hay chiến tranh, hoặc cuộc đấu tranh để sống sót trong một nơi hoang dã nguy hiểm. Nhưng đầu tư không phải là việc thắng những người khác trong trò chơi của họ. Nó là việc kiểm soát mình trong chính trò chơi của mình. Thách thức đối với nhà đầu tư thông minh không phải là tìm ra những chứng khoán sẽ đi lên nhiều nhất và xuống ít nhất, mà là ngăn mình trở thành kẻ thù lớn nhất của bản thân - ngăn khỏi việc mua cao chỉ vì Ngài Thị trường bảo "Mua đi!" và bán thấp chỉ vì Ngài Thị trường bảo "Bán đi!”

Nếu thời gian đầu tư của bạn còn dài - ít nhất 25 hoặc 30 năm - thì chỉ có một phương pháp sáng suốt: Mua hằng tháng, một cách tự động, và bất cứ lúc nào bạn có thể bỏ tiền ra. Lựa chọn tốt nhất cho việc sở hữu suốt đời này là một quỹ chỉ số thị trường chứng khoán. Chỉ bán khi bạn cần tiền (để tăng tinh thần, hãy lấy ra và ký "Hợp đồng người sở hữu đầu tu" - mà bạn có thể thấy ở trang 225).

Để làm một nhà đầu tư thông minh, bạn cũng phải từ chối việc đánh giá thành công tài chính của mình theo những gì mà một đống người lạ đang làm. Bạn sẽ chẳng nghèo hơn một xu nếu có người ở Dupuque hay Dallas hay Denver thắng được chỉ số s & p 500 mà bạn thì không. Chẳng có bia mộ của ai ghi chữ "ANH TA ĐÃ THẮNG THỊ TRƯỜNG" cả.

Một lần, tôi phỏng vấn một nhóm người đã nghỉ hưu Ở Boca Raton, một trong những khu vực dành cho người nghỉ hưu giàu có nhất của bang Florida. Tôi hỏi những người này - hầu hết là những người khoảng 70 tuổi trở lên - là họ đã từng thắng được thị trường trong cuộc đời đầu tư của mình chưa. Có người bảo có, có người bảo không; hầu hết là không đoan chắc. Rồi một ông bảo: '[M]Ai quan tâm làm gì cơ chứ? Tôi chỉ biết là những đầu tư của tôi đã kiếm đủ đề tôi vào được Boca.”

Còn có thể có câu trả lời nào hoàn hảo hơn không? Xét cho cùng, mục đích chính của việc đầu tư không phải là kiếm nhiều tiền hơn trung bình, mà là kiếm đủ tiền để phục vụ nhu cầu của mình. Cách tốt nhất để đo sự thành công đầu tư của mình không phải là xem bạn có thắng thị trường hay không, mà là bạn đã thực hiện được một kế hoạch tài chính và kỷ luật về hành vi có thể đưa bạn đến nơi cần đến chưa. Cuối cùng thì điều quan trọng không phải là bạn vượt qua vạch đích trước mọi người mà chỉ cần chắc chắn bạn vượt qua được nó[237].

TIỀN VÀ NÃO CỦA BẠN Thế thì tại sao các nhà đầu tư lại thấy Ngài Thị trường hấp dẫn như vậy? Hóa ra có vẻ là não của chúng ta đã được lập trình sẵn để đưa chúng ta vào các rắc rối đầu tư,[ắ] con người là những động vật được tạo ra để tìm kiếm. Các nhà tâm lý cho thấy rằng nếu bạn đưa cho một người một dãy số ngẫu nhiên - và bảo họ là nó không có quy luật, không thể đoán trước - họ vẫn cố đoán xem tiếp theo sẽ là số gì. Tương tự như vậy, chúng ta "biết" rằng lần tung xúc xắc tiếp theo sẽ là số bảy, một cầu thủ bóng chày sẽ đánh cú ghi điểm, loạt số trúng thưởng xổ số tiếp theo sẽ là 4-27-9-16-42-10 - và chứng khoán nóng này sẽ là Microsoft tiếp theo.

Nghiên cứu đột phá mới trong khoa thần kinh học cho thấy não của chúng ta được thiết kế để tìm ra các xu hướng kể cả khi chúng không tồn tại. Sau khi một sự kiện xảy ra chỉ hai hoặc ba lần liên tiếp, có những vùng trong não bộ con người, tên là hồi đai trước và nhân áp ngoài sẽ tự động trông đợi việc nó sẽ còn xảy ra nữa. Nếu nó lặp lại thật, một chất hóa học tự nhiên là dopamine được tiết ra, làm ngập não bạn với một niềm thích thú nhẹ nhàng. Do đó, nếu một chứng khoán cứ tiếp tục đi lên một vài lần liên tiếp, thì bạn sẽ theo phản ứng mà trông mong nó tiếp tục đi lên - và hóa học trong não bạn thay đổi khi mà chứng khoán đi lên, khiến bạn có sự "phấn khích tự nhiên". Do đó bạn trở nên nghiện chính những dự đoán của mình.

Nhưng khi chứng khoán giảm giá, sự thua lỗ tài chính đó khởi động hạnh nhân não của bạn - là phần não xử lý nỗi sợ hãi và lo lắng, và tạo ra phản ứng "đánh hay chạy" thường thấy ở tất cả những động vật khi bị dồn vào chân tường. Nó cũng giống như khi bạn không thể giữ được nhịp tim của mình khi chuông báo cháy kêu, cũng giống như bạn không thể tránh khỏi việc giật mình khi một con rắn đuôi chuông bò vào con đường leo núi của bạn, bạn không thể không cảm thấy lo sợ khi mà giá chứng khoán sụt giảm[238].

Trên thực tế, các nhà tâm lý học xuất chúng Daniel Kahneman và Amos Tversky đã cho thấy sự đau đớn của việc thua lỗ tài chính mạnh gấp hai lần niềm vui của một khoản lợi nhuận tương đương. Kiếm được 1.000 đô la trên một chứng khoán thì sẽ rất tuyệt vời - nhưng mất 1.000 đô la sẽ tạo ra một đòn tâm lý mạnh gấp đôi. Việc mất tiền đau đớn đối với nhiều người đến nỗi họ, kinh sợ với khả năng mất thêm nữa, đã bán tháo tại mức gần đáy hoặc từ chối việc mua thêm.

Điêu đó giúp giải thích vì sao chúng ta cứ tập trung vào biên độ tuyệt đối của sự giảm giá thị trường mà quên đặt sự mất mát đó vào mức tỷ lệ tương đối. Thế cho nên, nếu một phóng viên truyền hình kêu lên: 'Thị trường đang sụt giảm - chỉ số Dow giảm 100 điểm!" thì hầu hết người ta sẽ rùng mình. Nhưng, với mức hiện tại của chỉ số Dow tại 8.000 điểm, thì đó là mức giảm 1,2%. Giờ bạn hãy nghĩ xem, sẽ ngớ ngẩn đến mức nào nếu người dự báo thời tiết trên truyền hình thét lên: "Nhiệt độ đang sụt giảm - nó đã giảm từ 27 độ xuống còn 26 độ!" Đó cũng là giảm 1,2%. Khi bạn quên xem xét giá thị trường theo tỷ lệ phần trăm, thì bạn sẽ quá dễ dàng hoảng loạn trước những thay đổi nhỏ. (Nếu bạn còn nhiều thập kỷ đầu tư trước mắt mình, thì bạn có một cách khác dễ hơn để hình dung các tin tức tài chính; hãy xem phần đóng khung sau đây).

TIN TỨC BẠN CÓ THỂ DÙNG ĐƯỢC Chứng khoán đang sụp đổ, nên bạn bật ti vi lên để xem tin tức thị trường mới nhất. Nhưng thay vì xem kênh CNBC hay CNN, hãy tưởng tượng rằng bạn có thể bắt sóng kênh Truyền hình Tài chính Benjamin Graham (Benjamin Graham Financial Network -BGFN). Trên BGFN, âm thanh không phải là tiếng chuông đóng cửa thị trường chua chát; hình ảnh không phóng vào những nhà môi giới chạy loăng quăng quanh sàn giao dịch như lũ chuột tức giận. BGFN cũng không chiếu hình ảnh các nhà đầu tư đứng yên há hốc trên đường trong khi những mũi tên màu đỏ băng qua các ký hiệu băng hình chứng khoán điện tử.

Thay vào đó, hình ảnh trên TV của bạn là mặt tiền của Sở Giao dịch Chứng khoán New York, được trang trí bằng một chiếc băng rôn to đùng ghi: "GIẢM GIÁ! GIẢM 50%!" Nhạc giới thiệu la nhóm Bachman-Turner Overdrive hát một vài nốt của một bài hát của họ đã từng một thời khuấy đảo: "You Ain't Seen Nothin' Yet" (Bạn chưa nhìn thấy gì đâu). Rồi người đưa tin chính thông báo một cách vui vẻ: "Chứng khoán trở nên hấp dẫn hơn nữa vào ngày hôm nay, khi mà chỉ số Dow giảm thêm 2,5% nữa với khối lượng lớn - ngày thứ tư liên tiếp mà chứng khoán đã rẻ đi. Những nhà đầu tư vào chứng khoán công nghệ còn thuận lợi hơn, khi mà các công ty hàng đầu như Microsoft mất gần 5% trong ngày, khiến chúng còn dễ

mua hơn nữa. Điều này đứng vào hàng trên cùng của những tin tốt lành của năm vừa qua, khi mà chứng khoán đã mất đi 50% rồi, đặt chúng vào các mức giá hời chưa từng có trong nhiều năm.Và một số nhà phân tích nổi tiếng đang lạc quan rằng các mức giá còn có thể giảm nữa trong những tuần và tháng sắp đến."

Phần tin tức chuyển sang cho nhà phân tích thị trường Ignatz Anderson của công ty Ketchum & Skinner trên Phố Wall, ông nói: "Dự báo của tôi là chứng khoán sẽ còn giảm 15% nữa vào tháng sáu. Tôi lạc quan một cách thận trọng vì nếu mọi thứ đèu tốt, chứng khoán còn có thể mất thêm 25%, có khi là hơn nữa."

'Ta hãy hy vọng Ignatz Anderson nói đúng" người đưa tin vui vẻ nói. "Giá chứng khoán giảm là tin tức tuyệt vời đối với bất cứ nhà đầu tư nào có thời gian đắu tư còn rất dài. Và giờ chúng tôi sẽ chuyển sang cho Wally Wood với mục dự báo Thời tiết chính xác đặc biệt."

Vào cuối những năm 1990, nhiều người cảm thấy rằng họ đang nằm trong bóng tối trừ phi họ kiểm tra giá của chứng khoán của mình vài lần một ngày. Nhưng, như Graham nói, nhà đầu tư điển hình "sẽ tốt hơn nếu các chứng khoán của anh ta hoàn toàn không có thị trường đe báo giá, vì khi đó anh ta sẽ được miễn trừ khỏi sự đau đớn tâm lý gây ra bởi lỗi lầm trong đánh giá của người khác". Nếu sau khi kiểm tra danh mục đầu tư của mình lúc 1 giờ 24 phút buổi chiều, bạn lại cảm thấy mình cằn phải kiểm tra lại vào lúc 1 giờ 37 phút chiều, thì hãy tự hỏi mình những câu hỏi này:

• Tôi có gọi điện cho nhân viên môi giới của mình để hỏi giá thị trường của nhà mình vào 1 giờ 24 phút chiều không? Tôi có gọi lại vào 1 giờ 37 phút chiều không?

• Nếu có, thì giá liệu có thay đổi không? Nếu nó có thay đổi, thì tồi có chạy đi ngay để bán nhà mình đi không?

• Bằng cách không kiểm tra, hoặc thậm chí là không biết, giá nhà của tôi từng phút một, tôi có thể ngăn giá trị của nó tăng lên sau một thời gian không?[239] Câu trả lời duy nhất có thể của những câu hỏi này là tất nhiên là không! Và bạn cũng nên coi danh mục đầu tư của mình như vậy. Trong khoảng thời gian đầu tư dài 10, 20 hay 30 năm, những lời xúi bẩy hàng ngày của Ngài Thị trường sẽ không còn quan trọng nữa. Dù sao, với những người còn đầu tư trong nhiều năm nữa, giá chứng khoán giảm là tin tốt, không phải xấu, vì chúng giúp bạn mua nhiều hơn với ít tiền hơn. Chứng khoán giảm càng nhiều và càng lâu, và bạn càng mua chúng đèu đặn hơn khi chúng giảm, thì cuối cùng bạn sẽ càng kiếm được nhiều tiền hơn - nếu bạn giữ vững tới cuối. Thay vì sợ một thị trường giá xuống, bạn hãy đón nhận nó. Nhà đầu tư thông minh phải hoàn toàn thoải mái khi sở hữu một chứng khoán hay quỹ tương hỗ kể cả nếu thị trường không cung cấp giá hàng ngày trong mười năm nữa[240].

Nghịch lý thay, "bạn sẽ kiểm soát bản thân tốt hơn nhiều", nhà thần kinh học Antonio Damasiogiải thích, "nếu bạn nhận ra rằng biết bao thứ mình không kiểm soát được". Bằng cách thừa nhận xu hướng sinh học của mình là mua cao và bán thấp, bạn có thể chấp nhận

nhu cầu dùng cách bình quân chi phí đô la, tái cân đối, và ký một hợp đồng đầu tư. Bằng cách đặt phần lớn danh mục đầu tư của bạn dưới dạng tự động, bạn có thể chống lại việc nghiện các dự báo, tập trung vào những mục đích tài chính dài hạn, và bỏ qua những dao động tâm lý của Ngài Thị trường.

KHI NGÀI THỊ TRƯỜNG CHO BẠN CHANH. HÃY LÀM NƯỚC CHANH Mặc dù Graham dạy bạn nên mua khi Ngài Thị trường đang hét "bán", có một ngoại lệ mà nhà đầu tư thông minh cần phải hiểu. Bán trong một thị trường giá xuống có thể là hợp lý nếu nó tạo ra một khoản lợi bất ngờ về thuế. Luật thuế thu nhập nội địa Hoa Kỳ cho phép bạn dùng những thua lỗ đã hiện thực hóa (bất cứ sự giảm giá trị nào mà bạn tạo ra do bán cổ phiếu của mình) để bù tới 3.000 đô la vào thu nhập thông thường[241]. Hãy cho rằng bạn mua 200 cổ phiếu Coca-Cola vào tháng 1 năm 2000 với giá 60 đô la một cổ phiếu - tổng lượng đầu tư sẽ là 12.000 đô la. Tới cuối năm 2002, chứng khoán này giảm xuống còn 44 đô la một cổ phiếu, tức 8.800 đô la cho lô của bạn - khoản thua lỗ là 3.200 đô la.

Bạn có thể làm điều mà hầu hết mọi người đều làm - hoặc kêu than về thua lỗ của mình, hoặc quét nó xuống dưới chiếu và làm như thể nó chưa từng xảy ra. Hoặc bạn có thể nắm lấy quyền kiểm soát. Trước khi kết thúc năm 2002, bạn có thể bán hết những cổ phiếu Coca-Cola của mình, chốt lại 3.200 đô la tiền lỗ đó. Rồi, sau 31 ngày theo luật của IRS, bạn sẽ lại mua 200 cổ phiếu của Coca-Cola. Kết quả: Bạn sẽ có thể giảm thu nhập chịu thuế của mình một khoản là 3.000 đô la vào năm 2002, và bạn có thể sử dụng khoản lỗ 200 đô la còn lại để bù vào thu nhập năm 2003. Và tốt hơn nữa, bạn sẽ vẫn sở hữu cổ phiếu một công ty mà bạn tin tưởng vào tương lai của nó - nhưng giờ đây bạn sở hữu nó với giá rẻ hơn gần một phần ba so với lúc bạn trả lần đầu[242].

Khi có Chú Sam bù vào các thua lỗ của mình, có thể hợp lý khi bạn bán và chốt thua lỗ lại. Nếu Chú Sam muốn làm cho Ngài Thị trường trông có vẻ hợp lý khi so sánh, việc gì chúng ta phải phàn nàn cơ chứ?

HỢP ĐỒNG CỦA CHỦ ĐẦU TƯ Tôi, , xin ghi rõ ở đây là tôi là một nhà đầu tư muốn tích lũy sự giàu có cho nhiều năm trong tương lai.

Tôi biết là sẽ có nhiều lúc tôi cảm thấy bị lôi cuốn để đầu tư vào những cổ phiếu hay trái phiếu vì chúng đã (hoặc "sắp") tăng giá, và có lúc khác tôi sẽ muốn bán những đầu tư của mình vì chúng đã (hoặc "sắp") đi xuống.

Tôi tuyên bố ở đây rằng tôi từ chối đề một đám người lạ ra quyết định tài chính thay cho mình. Tôi còn ra thêm một cam kết nghiêm túc nữa rằng tôi sẽ không bao giờ đầu tư vì thị trường đi lên, và không bao giờ bán vì nó đi xuống. Thay vào đó, tôi sẽ đầu tư 00 đô la một tháng, trong mỗi tháng, bằng một kế hoạch đầu tư tự động hoặc một "chương trình bình quân chi phí đô la" thông qua (những) quỹ tương hỗ hoặc danh mục đău tư đa dạng hóa sau:

Tôi cũng sẽ đầu tư thêm khi tôi có khả năng bỏ tiền ra (và có thể chịu được khi mất nó trong ngắn hạn).

Tôi tuyên bố ở đây rằng tôi sẽ giữ những đầu tư này liên tục tới ngày này (ít nhất 10 năm sau hợp đồng này): ngày _f tháng _f năm 20_. Những ngoại lệ được cho phép trong các điều kiện của hợp đồng này là nhu cầu đột xuất, cấp bách có tiền mặt, như một ca cấp cứu khẩn cấp hay mất việc, hoặc một khoản chi phí đã dự liệu trước như việc thanh toán tiền mua nhà trả dần hay tiền học phí.

Tôi, bằng cách ký tên ở dưới đây, tuyên bố mục đích của mình không chỉ là tuân theo những điều khoản trong hợp đồng này, mà còn đọc lại văn bản này mỗi khi tôi thấy bị lôi cuốn để bán bất kỳ đầu tư nào của mình.

Hợp đồng này chỉ có hiệu lực khi nó được ký với ít nhất một người làm chứng, và phải được giữ ở một nơi an toàn có thể tiếp cận dễ dàng để tham khảo trong tương lai.

Ký tên: Ngày ,20 Người làm chứng:

_______ ________________,

_______ ________________.

CHƯƠNG 9 Đầu tư vào các quỹ đầu tư Một cách mà nhà đầu tư phòng vệ có thê’ sử dụng là đặt tiền của anh ta vào các cổ phiếu của các công ty đầu tư. Những quỹ nào có thể hoàn trả tiền vốn theo yêu cầu của người nắm giữ vốn, tại mức giá trị tài sản ròng, được gọi là các "quỹ tương hỗ" (hoặc "quỹ mồ" - "open-end fund"). hầu hết các quỹ này tích cực bán những cổ phần bổ sung thông qua một đội quân những nhân viên bán hàng. Những quỹ nào với cổ phần không thể hoàn trả lại tiền vốn được gọi là quỹ hoặc công ty đóng (closed-end fund/company); số cổ phần của các quỹ đó được giữ tương đối cố định. Tất cả các quỹ với tăm quan trọng bất kỳ đèu được đăng ký với ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC), và phải tuân theo những quy định và sự kiếm soát của ủy ban này[243].

Ngành cồng nghiệp này rất lớn. Vào cuối năm 1970, có 383 quỹ được đăng ký với SEC, với tổng số tài sản lên tới 54,6 tỉ đô la. Trong số đó có 356 công ty với tổng cộng 50,6 tỉ đô la, là các quỹ tương hỗ, và 27 công ty với 4,0 tỉ đô la, là quỹ đổng[244].

Có những cách khác nhau để phân loại các quỹ này. Một cách là theo sự phân chia danh mục đầu tư chung; đó là các "quỹ cân đối" nếu chúng có thành phần trái phiếu đáng kể (nói chung khoảng một phần ba), hoặc "quỹ cổ phiếu" nếu các khoản nắm giữ hầu hết là cổ phiếu thường. (Có vài biến thể khác, chẳng hạn như "quỹ trái phiếu," "quỹ phòng vệ," "quỹ cổ phiếu thư," v.v.)[245] Một cách khác là phân loại theo mục tiêu, xem mục đích chính của quỹ là lợi nhuận, sự ổn định giá, hay sự tăng vốn ("tăng trưởng"). Một cách phân biệt khác là theo cách bán của chúng. Các "quỹ cộng phí bán" (load fund) tính thêm chi phí bán (thường vào khoảng 9% giá trị tài sản với những vụ mua tối thiểu) vào giá trị trước khi tính tiền[246]. Các quỹ khác, gọi là "quỹ không cộng phí bán" (no-load fund) không tính phí này; ban quản lý quỹ thường hài lòng với chi phí tư vấn đầu tư thông thường về việc xử lý vốn . Do không thể trả tiền hoa hồng của nhân viên bán hàng, quy mô của các quỹ không cộng phí thường là nhỏ[247]. Giá mua và bán của các quỹ đóng không được ấn định bởi công ty, mà dao động theo thị trường mở giống như chứng khoán công ty thông thường.

Hầu hết các công ty này hoạt động theo các điều khoản đặc biệt của luật thuế thu nhập, được thiết kế để người giữ cổ phần không phải chịu thuế hai lần đối với lợi tức của mình. Thực sự, các quỹ phải chỉ trả gần như toàn bộ thu nhập thông thường của chúng - tức là cổ tức và lãi nhận được, trừ đi các chi phí. Thêm vào đó, các quỹ có thể chi trả lợi nhuận dài hạn đã được hiện thực hóa đối với doanh số đầu tư - dưới dạng "cổ tức của lai vốn" - là cái được người giữ cổ phần coi như là lợi nhuận chứng khoán của chính mình. (Còn một lựa chọn khác ờ đây, nhưng chúng tôi bỏ qua để tránh ôm đồm lộn xộn)[248]. Hầu hết các quỹ chỉ có một lớp: chứng khoán lưu hành trong công chúng. Một cách mới, được đưa ra vào năm 1967, là phân chia phần vốn hóa vào một phát hành ưu đãi, phát hành đó sẽ được nhận tất cả lợi nhuận thông thường, và một phát hành vốn, tức là cổ phiếu thường, được nhận tất cả lợi nhuận từ doanh số bán chứng khoán. (Chúng được gọi là các "quỹ hai mục đích"[249]).

Nhiều công ty đã nêu mục đích chính của mình là tăng vốn tập trung vào việc mua những cái được gọi là "chứng khoán tăng giá nhanh," và các công ty này thường có từ "tăng trưởng"

trong tên của mình. Một số công ty chuyên về một lĩnh vực cụ thể chẳng hạn như hóa chất, hàng không, hay đầu tư ra nước ngoài; điều này thường được ghi trong tên của họ.

Do đó, nhà đầu tư nào muốn gắn kết một cách thông minh vào cổ phiếu của quỹ sẽ có một loạt các lựa chọn khá đa dạng và khá hoang mang trước mắt mình - không khác nhiều so với những gì được đưa ra trong việc đầu tư trực tiếp. Trong chương này, chúng tôi sẽ nói đến vài câu hỏi chính, đó là:

1. Có cách nào mà nhà đầu tư có thể đảm bảo mình sẽ có kết quả cao hơn trung bình bằng cách chọn những quỹ đúng? (Câu hỏi phụ: Thế còn những "quỹ hiệu qua" thì sao?[250]) 2. Nếu không, làm thế nào để nhà đầu tư tránh chọn những quỹ sẽ cho anh ta kết quả tệ hơn trung bình?

3. Anh ta có thể chọn một cách thông minh giữa những loại quỹ khác nhau không - ví dụ, giữa quỹ cân đối với quỹ toàn cổ phiếu, quỹ mở với quỹ đóng, quỹ tính phí bán với quỹ không tính phí bán?

Hiệu quả của quỹ đầu tư xét tổng thể Trước khi thử trả lời những câu hỏi này, chúng tôi cần phải nói điều gì đó về hiệu quả hoạt động của cả ngành kinh doanh quỹ nói chung. Nó có giúp được những người sở hữu cổ phiếu của mình không? Theo cách chung nhất, các nhà đầu tư quỹ đã có kết quả hoạt động thế nào so với những người thực hiện việc đầu tư một cách trực tiếp? Chúng tôi khá tin chắc rằng các quỹ nói chung đã phục vụ cho một mục đích có ích. Chúng đã tuyên truyền những thói quen tốt trong tiết kiệm và đầu tư,[Ê] chúng đã bảo vệ vô số cá nhân khỏi những sai lầm đắt giá trong thị trường chứng khoán; chúng đã đem tới cho những người tham gia thu nhập và lợi nhuận xứng với mức lợi nhuận tổng thể của cổ phiếu thường. Trên cơ sở so sánh, chúng tôi liều đoán rằng một cá nhân đầu tư trung bình đặt hết tiền của mình hoàn toàn chỉ vào các cổ phần của quỹ đầu tư trong mười năm qua sẽ có kết quả hoạt động tốt hơn người trung bình mua trực tiếp các cổ phiếu thường.

Điểm cuối cùng này có lẽ vẫn đúng kể cả nếu kết quả hoạt động thực tế của các quỹ cũng không khá hơn của cổ phiếu thường nói chung, và mặc dù chi phí đầu tư vào các quỹ tương hỗ cao hơn chi phí của các giao dịch mua trực tiếp. Lựa chọn thật sự của một cá nhân trung bình không phải là chọn giữa việc tạo dựng và đạt được một danh mục đầu tư cổ phiếu thường cân đối hay làm một việc tương tự, tuy hơi đắt hơn một chút, bằng cách mua các quỹ. Đúng hơn là lựa chọn của anh ta sẽ là giữa việc chịu thua những mánh khóe của nhân viên bán của quỹ tương hỗ bấm chuông nhà anh ta, hay chịu thua những cò nguy hiểm chào bán những phát hành mới hạng hai, hạng ba. Chúng tôi cũng không thể không nghĩ rằng một cá nhân trung bình nào mở một tài khoản môi giới với ý nghĩ thực hiện các đầu tư cổ phiếu thường một cách thận trọng sẽ thấy mình bị bao vây bởi các tác động bất lợi theo hướng đầu cơ và thua lỗ do đầu CƠ;[Ê] những cám dỗ này sẽ ít hơn đối với người mua theo quỹ đầu tư tương hỗ.

BẢNG 9-1 : Kết quả điều hành của 10 quỹ tương hỗ lớn a

	(Được thể hiện trong) 5 năm, 1961-1965 (tất cả là +)	5 năm, 1966–1970	10 năm, 1961–1970 (tất cả là +)	1969	1970	Tài sản ròng, vào tháng 12/1970 (triệu đô la)
Affiliated Fund	71%	+19,7%	105,3%	–14,3%	+2,2%	1.600
Dreyfus	97	+18,7	135,4	–11,9	–6,4	2.232
Fidelity Fund	79	+31,8	137,1	-7,4	+2,2	819
Fundamental Inv.	79	+1,0	81,3	–12,7	–5,8	1.054
Invest. Co. of Am.	82	+37,9	152,2	–10,6	+2,3	1.168
Investors Stock Fund	54	+5,6	63,5	–80,0	–7,2	2.227
Mass. Inv. Trust	18	+16,2	44,2	–4,0	+0,6	1.956
National Investors	61	+31,7	112,2	+4,0	–9,1	747
Putnam Growth	62	+22,3	104,0	–13,3	–3,8	684
United Accum.	74	–2,0	72,7	–10,3	–2,9	1.141
	--	----	----	----	----	----------------
Trung bình	72	18,3	105,8	–8,9	–2,2	13.628 (tổng cộng)
Chỉ số tổng hợp Standard & Poor's	77	+16,1	104,7	– 8,3	+3,5	
Chỉ số DJIA	78	+2,9	83,0	–11,6	+8,7	

a Đây là các quỹ chứng khoán với các tài sản ròng lớn nhất vào cuối năm 1970, song chỉ sử dụng một quỹ từ mỗi một nhóm quản lý. Số liệu được cung cấp bởi Wiesenberger Financial Services.

Nhưng những quỹ đầu tư này đã có kết quả hoạt động như thế nào so với thị trường chung? Đây là một chủ đe có phần đáng tranh cãi, song chúng tôi sẽ thử tìm cách đè cập đến nó một cách đơn giản và phù hợp. Bảng 9-1 cho chúng ta một số kết quả đã được tính toán trong các năm 1961-1970 cho mười quỹ chứng khoán lớn nhất của chúng ta vào cuối năm 1970, nhưng chỉ chọn ra một quỹ lớn nhất trong mỗi nhóm quản lý. Bảng này tóm tắt tỷ suất lợi nhuận tổng thể của mỗi quỹ đó trong các giai đoạn 1961- 1965, 1966-1970, va các năm đơn lẻ la 1969 và 1970. Chúng tôi cũng đưa ra các kết quả trung bình dựa trên tổng số tiền của một cổ phiếu của mỗi một trong mười quỹ đó. Những công ty này có tổng tài sản là hơn 15 tỉ đô la vào cuối năm 1969, tức là khoảng một phần ba tất cả các quỹ cổ phiếu thường. Do đó, chúng sẽ đại diện được cả ngành nói chung. (Về mặt lý thuyết, chắc hẳn sẽ có một thiên lệch trong danh sách về phía các công ty có kết quả hoạt động tốt hơn so với kết quả chung của toàn ngành này, vì những công ty tốt thường có khả năng mở rộng nhanh hơn những công ty khác,[ề] nhưng thực tế có thể sẽ không phải là như vậy).

Một số thông tin thú vị có thể được thu thập từ bảng này. Đâu tiên, chúng tôi thấy rằng kết quả tổng thể của mười quỹ này trong các năm 1961-1970 không khác nhiều so với chỉ số

tổng hợp 500 chứng khoán của Standard & Poor's (hay chỉ số trung bình 425 chứng khoán công nghiệp s & P). Nhưng chúng rõ ràng là tốt hơn DJIA. (Điều này đặt ra câu hỏi thú vị là tại sao 30 người khổng lồ của DJIA lại hoạt động kém hơn danh sách dài hơn nhiều và có vẻ hỗn tạp của Standard & Poor'sO^I] Điểm thứ hai là hiệu quả tổng thể của các quỹ so với chỉ số s & p đã tiến bộ phần nào trong năm năm vừa qua, so với năm năm trước đó. Lợi nhuận của các quỹ thấp hơn của s & p một chút vào những năm 1961-1965 và cao hơn s & p một chút vào các năm 1966-1970. Điểm thứ ba là tồn tại một sự cách biệt lớn giữa kết quả hoạt động của các quỹ.

Chúng tôi không nghĩ rằng ngành kinh doanh quỹ hỗ tương đầu tư phải bị trách cứ vì đã không hoạt động tốt hơn toàn bộ thị trường nói chung. Các giám đốc và các đối thủ cạnh tranh chuyên nghiệp của họ quản lý một số lượng các chứng khoán có thể giao dịch được lớn đến nỗi những gì xảy ra với thị trường nói chung chắc chắn sẽ phải xảy ra với tổng của các quỹ này (với mức độ khoảng chừng bằng nhau). (Lưu ý rằng các tài sản ủy thác của các ngân hàng thương mại đã được bảo hiểm bao gồm cã 181 tì đô la cổ phiếu thường vào cuối năm 1969; nẽu chúng tôi thêm vào đây lượng cổ phiếu thường trong những tài khoàn mà các nhà tư vẫn đầu tư quản lý, cộng với 56 tỉ đô la tiền quỹ tương hỗ và tương tự, chúng tôi sẽ phải kết luận rằng các quyết định chung của những chuyên gia này hău như sẽ quyễt định chuyên động của các chỉ số trung bình chứng khoán, và sự chuyên động của các trung bình chứng khoán sẽ quyết định kết quả trung bình của các quỹ).

Có quỹ nào tốt hơn trung bình, và liệu nhà đầu tư có thể chọn chúng để đạt được kết quả xuất sắc cho mình không? Rõ ràng là tất cả các nhà đầu tư không thể làm được như vậy, nẽu không thì chúng ta sẽ lại quay về vạch xuất phát, tại đó không ai hoạt động khá hơn ai. Hãy đề chúng tôi xem xét câu hồi này theo nghĩa đơn giản. Tại sao nhà đầu tư lại không đi tìm quỹ nào đó đã thể hiện kết quả hoạt động tốt nhất trong cả nhóm trong một quãng thời gian đủ dài trong quá khứ, rồi giả định là ban lãnh đạo của nó có năng lực nhất, do đó sẽ hoạt động tốt hơn trung bình trong tương lai, và đặt tiền của mình vào quỹ đó? Ý tưởng này có vẻ thực tế hơn bởi vì, trong trường hợp các quỹ tương hỗ, anh ta có thể kiếm được "ban lãnh đạo có năng lực nhất" này mà không phải trả thêm chi phí đặc biệt cho nó so với những quỹ khác. (Ngược lại, trong số những công ty không đầu tư thì những công ty được quản lý tốt nhất sẽ bán với mức giá cao tương ứng với lợi tức và tài sản hiện tại của chúng).

Chứng cớ về điểm này đã không nhất quán xét trong nhiều năm. Nhưng Bảng 9-1 của chúng tôi bao trùm mười quỹ lớn nhất đã chỉ ra rằng các kết quả mà năm công ty hoạt động tốt nhất của các năm 1961-1965 đã được chuyển sang các năm 1966-1970, cho dù hai trong bộ năm này không hoạt động tốt bằng hai trong bộ năm kia. Nghiên cứu của chúng tôi chỉ ra rằng nhà đầu tư vào các cổ phiếu của công ty tương hỗ có thể xem xét hiệu quả hoạt động tương đối của thị trường trong một thời kỳ gồm một số năm trong quá khứ, ít nhất 5 năm chẳng hạn, với điều kiện dữ liệu không thể hiện chuyển động theo chiều đi lên thuần của thị trường tổng thể. Trong trường hợp đó, các kết quả vô cùng thuận lợi có thể đạt được nhờ những cách không chính đáng - như sẽ được thể hiện sau đây trong phần quỹ "hiệu quả". Bản thân

những kết quả này có thể chỉ ra rằng những người quản lý quỹ đang có những liều lĩnh đầu cơ không đáng, và vẫn thoát được trong lúc này.

Các quỹ “hiệu quả”

Một hiện tượng trong những năm gần đây là xuất hiện sự đam mê về "hiệu quả hoạt động" trong việc quản lý các quỹ đầu tư (và cả trong nhiều quỹ tín thái thác). Chúng tôi sẽ phải mở đầu phần này với tuyên bố quan trọng rằng điều này không được áp dụng đối với hầu hết những quỹ đã được xác lập một cách vững chắc, mà chỉ áp dụng với một khu vực tương đối nhỏ trong ngành kinh doanh này, một khu vực đã gây được sự chú ý lớn một cách bất thường. Câu chuyện khá là đơn giản. Một vài người trong số những người chịu trách nhiệm đặt ra mục tiêu là có được kết quả tốt hơn nhiều so với kết quả trung bình tức kết quả của DJIA. Họ đã thành công trong việc này trong một thời gian nào đó và đã tạo được sự nổi tiếng đáng kể và có thêm quỹ để quản lý. Mục đích của họ cũng chính đáng; song tiếc thay, mục đích này không thể thực hiện được mà không gặp phải những rủi ro đáng kể. Và chỉ trong một thời gian tương đối ngắn, các rủi ro đã đến.

Một loạt tình huống xung quanh hiện tượng "hiệu quả hoạt động" đã gây ra những cái lắc đầu lo ngại của một số người trong chúng tôi, những người đã có kinh nghiệm từ trước đây rất lâu - thậm chí là từ những năm 1920 - và quan điểm của những người này vì chính lý do đó bị coi là cổ hủ và không phù hợp với 'Thời đại mới" (thứ hai) này. Đầu tiên, và về chính điểm này, tất cả những người thực hiện tuyệt vời này là những người trẻ - trong độ tuổi ba mươi và bốn mươi - những người mà kinh nghiệm tài chính chỉ giới hạn trong thị trường giá lên liên tục của những năm 1948-1968. Thứ hai, họ thường hành động cứ như thể là định nghĩa về một "đầu tư sáng suốt" là một chứng khoán sẽ có khả năng tăng giá cao trên thị trường trong một vài tháng tới. Điều này dẫn tới việc ràng buộc nhiều vào những đầu tư mạo hiểm mới với giá hoàn toàn bất cân xứng so với tài sản hay lợi nhuận được báo cáo của chúng. Chúng có thể được "lý giải" bằng sự kết hợp giữa hy vọng ngây thơ về những thành tích tương lai của các công ty này, với sự lanh lợi trong việc lợi dụng sự nhiệt tình đầu cơ của công chúng không am hiểu song lại tham lam.

Phần này sẽ không nêu tên người nào. Nhưng chúng tôi có mọi lý do để đưa ra các ví dụ cụ thể về các công ty. "Quỹ hiệu quả" được công chúng quan tâm nhất chắc chắn là Manhattan Fund, Inc., được thành lập vào cuối năm 1965. Lần bán đầu tiên của nó là 27 triệu cổ phiếu với mức giá từ 9,25 đô la đến 10 đô la một cổ phiếu. Công ty này khởi nghiệp với 247 triệu đô la tiền vốn. Trọng tâm của công ty này tất nhiên là kiếm lãi vốn (do tăng giá chứng khoán). Hầu hết các quỹ của nó đầu tư vào các phát hành được bán với hệ số cao của lợi tức hiện tại, không trả cổ tức (hoặc trả rất ít), với những chuyên động giá lớn mang tính đầu cơ và rất hoành tráng. Quỹ đã thể hiện mức tỷ suất lợi nhuận tổng thể là 38,6% trong năm 1967, so với 11% của chỉ số tổng hợp s & p. Nhưng sau đó hiệu quả của nó kém xa mong đợi, như được thể hiện trong bảng 9-2.

BẢNG 9-2 : Một danh mục đầu tư quỹ hiệu quả và kết quả thực hiện (các phần nắm giữ lớn nhất của Quỹ Manhattan Fund, ngày 31/12/1969)

Số cổ phiếu đang nắm giữ (nghìn đơn vị)	Phát hành	Giá (so với mệnh giá)	Lợi tức 1969 (đô la)	Cổ tức 1969 (đô la)	Trị giá thị trường (triệu đô la)
60	Teleprompter	99	0,99	không có	6,0
190	Deltona	60,5	2,32	không có	11,5
280	Fedders	34	1,28	0,35	9,5
105	Horizon Corp.	53,5	2,68	không có	5,6
150	Rouse Co.	34	0,07	không có	5,1
130	Mattel Inc.	64,25	1,11	0,20	8,4
120	Polaroid	125	1,90	0,32	15,0
244a	Nat'l Student Mkt'g	28,5	0,32	không có	6,1
56	Telex Corp.	90,5	0,68	không có	5,0
100	Bausch & Lomb	77,75	1,92	0,80	7,8
190	Four Seasons Nursing	66	0,80	không có	12,3b
20	Int. Bus. Machines	365	8,21	3,60	7,3
41,5	Nat'l Cash Register	160	1,95	1,20	6,7
100	Saxon Ind.	109	3,81	không có	10,9
105	Career Academy	50	0,43	không có	5,3
285	King Resources	28	0,69	không có	8,1
					130,6
Các chứng khoán thường khác					93,8
Các cổ phần nắm giữ khác					19,6
Đầu tư tổng cộngc					244,0

a Sau khi chia tách 1 đổi lấy 2.

b Còn có 1,1 triệu đô la chứng khoán của các công ty con.

c Loại trừ các thứ tương đương với tiền mặt Kết quả hoạt động hằng năm so với chỉ số tổng hợp s & p

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Manhattan Fund	–6%	+38,6%	–7,3%	–13,3%	–36,9%	+9,6%
Chỉ số tổng hợp S & P	–10,1%	+23,0%	+10,4%	–8,3%	+3,5%	+13,5%

Nói một cách nhẹ nhàng nhất, danh mục đầu tư của Quỹ Manhattan Fund vào cuối năm 1969 là khác thường. Một thực tế lạ thường là hai trong số các đầu tư lớn nhất của nó nhắm vào những công ty sẽ nộp đơn phá sản trong vòng sáu tháng sau đó, còn đầu tư thứ ba đã phải đối mặt với đơn kiện của những người cho vay vào năm 1971. Một thực tế lạ thường khác là cổ phiếu của ít nhất một trong những công ty sắp phá sản này không chỉ được các quỹ đầu tư mua mà cả những quỹ tài trợ đại học, bộ phận ủy thác của những tổ chức ngân hàng lớn, và các tổ chức tài chính khác cũng mua[252]. Một thực tế lạ thường thứ ba là giám đốc sáng lập của Manhattan Fund đã bán chứng khoán của mình trong một công ty quản lý được thành lập riêng rẽ cho một công ty lớn khác với hơn 20 triệu đô la tiền chứng khoán; tại thời điểm đó công ty quản lý đã bán ít hơn 1 triệu đô la tiền tài sản. Đây rõ ràng là một trong những độ vênh lớn nhất mọi thời giữa kết quả của "nhà quản lý"' và "người được quản ^.

Một cuốn sách được xuất bản vào cuối năm 1969[253] đã cung cấp lý lịch của mười chín người "đứng đầu cuộc chơi khó khăn là quản lý hàng tỷ đô la tiền của những người khác". Bản tóm tắt cho chúng ta biết thêm rằng "họ còn trẻ... một số kiếm hơn một triệu đô la một năm... họ là một chủng nòi tài chính mới... họ đêu có sự hấp dẫn hoàn toàn với thị trường... và có sở trường xuất chúng trong việc tìm ra những chứng khoán thắng". Sự hình dung khá tốt về những thành tích của nhóm hàng đâu này có thể đạt được qua việc nghiên cứu những kết quả được báo cáo của những quỹ mà họ quản lý. Những kết quả này có tại những quỹ được điều hành bởi mười hai trong mười chín người được miêu tả trong cuốn The Money Manager (Các nhà quản lý tiền tệ). Cũng khá điển hình, họ đã thể hiện rất tốt vào năm 1966, và xuất sắc vào năm 1967. Vào năm 1968 hoạt động của họ về tổng thể thì vẫn tốt, nhưng về từng quỹ riêng lẻ thì kết quả là tốt xấu lẫn lộn. Vào năm 1969, tất cả họ đều thua lỗ, trong đó chỉ có một nguời tìm cách làm được tốt hơn một chút so với chỉ số tổng hợp s & p. Vào năm 1970, kết quả hoạt động tương đối của họ còn kém hơn cả năm 1969.

Chúng tôi đã đưa ra bức tranh này để chỉ ra một bài học, mà có lẽ có thể được nói qua câu tục ngữ cổ của Pháp: Plus ça change, plus c'est la même chose (Càng thay đổi thì càng y nguyên). Những con người thông minh, năng động - thường khá trẻ - đã từng hứa thực hiện những điều kỳ diệu với "tiền của những người khác" kể từ thời xa xưa. Họ thường làm được như vậy trong một thời gian - hoặc có vẻ là làm được - nhưng cuối cùng họ đã không thể tránh được việc đem thua lỗ tới cho công chúng[254]. Khoảng một nửa thế kỷ trước, những "điều kỳ diệu" đã đi kèm với sự thao túng trắng trợn, các báo cáo công ty sai lệch, những cấu trúc vốn hóa thái quá, và những hoạt động tài chính nửa gian lận khác. Tất cả những điều này đã dẫn tới một hệ thống quản lý tài chính phức tạp của SEC, cũng như thái độ thận trọng đối với cổ phiếu thường của công chúng. Những hoạt động của các "nhà quản lý tiền" vào các năm 1965-1969 đã đi sau hơn một thế hệ sau những trò bịp bợm trong những năm 1926-

1929[255]. Các hành động bất chính cụ thể bị cấm sau vụ sụp đổ năm 1929 đã không còn được dùng tới nữa - vì chúng có nguy cơ phải chịu án tù. Song trong nhiều ngóc ngách của Phố Wall, chúng được thay thế bởi những công cụ và mánh lới mới hơn mà cuối cùng vẫn tạo ra những kết quả cũng giống như vậy. Việc thao túng giá trắng trợn đã biến mất, nhưng lại có những cách khác để thu hút sự chú ý của công chúng cả tin vào các khả năng lợi nhuận của các phát hành "nóng". Hàng khối "cổ phiếu thư"[256] có thể được mua với giá thấp hơn nhiều so với giá niêm yết trên thị trường, phải chịu những giới hạn bán không được tiết lộ,ẳ chúng có thể ngay lập tức đưa vào các báo cáo với mức giá trị thị trường đầy đủ, thể hiện mức lợi nhuận đẹp đẽ và hão huyền. Và vân vân. Thật sửng sốt khi mà trong một bau không khí hoàn toàn khác về mặt luật lệ và lệnh cấm, Phố Wall vẫn có thể lặp lại nhiều sự thái quá và lỗi lầm của những năm 1920 đến vậy.

Chắc chắn là sẽ còn có những luật lệ mới và lệnh cấm mới. Những hoạt động bất chính cụ thể vào cuối những năm 1960 sẽ bị cấm một cách thích đáng trên Phố Wall. Nhưng chắc sẽ là một đòi hỏi quá đáng rằng sự lôi cuốn vào việc đầu cơ sẽ biến mất, hay việc lợi dụng sự lôi cuốn đó đã bị hủy bỏ. Đây là một phân vũ khí của nhà đầu tư thông minh để hiểu về ÈÊcác ảo tưởng phổ biến lạ thường"[257] này và tránh chúng ra càng xa càng tốt.

Bức tranh về hầu hết các quỹ hiệu quả đều là xấu nếu chúng ta xem xét chúng sau những số liệu tuyệt vời của năm 1967. Khi tính cả những con số của năm 1967 thì kết quả tổng thể của chúng lại không hê thảm hại. Trên cơ sở đó, một trong số những "nhà quản lý tiền tệ" đã hoạt động tốt hơn hẳn chỉ số tổng hợp s & p, ba người hoạt động kém hơn hẳn, và sáu người vẫn giữ nguyên. Hãy để chúng tôi kiểm tra một nhóm quỹ hiệu quả khác - mười quỹ có kết quả tốt nhất trong năm 1967, với mức tỷ suất lợi nhuận từ 84% đến 301% trong một năm đó. Trong nhóm này, có bốn quỹ có hoạt động tổng thể bốn năm tốt hơn chỉ số s & p, nếu tính lợi nhuận năm 1967,ẳ và hai quỹ vượt được chỉ số vào các năm 1968-1970. Không có quỹ nào lớn, và quy mô trung bình của chúng là 60 triệu đô la. Do đó, có dấu hiệu vững chắc rằng quy mô nhỏ là một yếu tố cần thiết để đạt được những kết quả xuất sắc lâu dài.

Vấn đê đang được thảo luận này bao hàm một kết luận ngầm ý rằng có thể có những rủi ro đặc biệt trong việc tìm kiếm kết quả hoạt động xuất sắc của các nhà quản lý quỹ đầu tư. Tất cả những kinh nghiệm tài chính cho tới nay đã cho thấy rằng những quỹ lớn, nếu được quản lý một cách vững vàng, có thể tạo ra những kết quả chỉ tốt hơn trung bình một chút qua các năm. Nếu chúng không được quản lý vững chắc, chúng có thể tạo ra những lợi nhuận tuyệt vời, nhưng phần lớn là lợi nhuận hão, trong một khoảng thời gian, sau đó là những thua lỗ tai hại không thể tránh. Có những trường hợp mà trong đó các quỹ đã liên tục hoạt động tốt hơn các con số trung bình của thị trường trong chẳng hạn mười năm hoặc hơn. Nhưng đó là những ngoại lệ hiếm hoi, và hầu hết hoạt động của chúng là nằm trong các lĩnh vực chuyên môn hóa, với những giới hạn được tự đặt ra về mức vốn được sử dụng - và không được bán một cách chủ động cho công chúng[258]Ê Các quỹ đóng so với quỹ mờ' Hau hẽt các quỹ đầu tư tương hỗ hay quỹ mờ tạo cho các cố đông của mình quyền được kiếm lợi từ cổ phiếu của họ tại mức định giá hằng ngày của danh mục đầu tư và có một bộ máy tương ứng đề bán

những cổ phiếu mới. Bằng cách đó, nhiều công ty trong số này đã tăng về quy mô qua các năm. Còn các công ty đóng, hầu hết được thành lập từ cách đây rất lâu, thì lại có một cấu trúc vốn cố định, và do đó đã suy giảm tầm quan trọng tương đối của chúng xét theo đồng đô la. Những công ty mở được chào bán bởi hàng nghìn nhân viên bán hàng năng động và đầy tính thuyết phục, còn cổ phiếu của các công ty đóng không có ai chuyên phát hành. Do đó, người ta có thể bán hầu hết các "quỹ tương hỗ" cho công chúng với mức "trên giá" (at a premium) ấn định, cao hơn khoảng 9% so với giá trị tài sản ròng (để trả hoa hồng cho nhân viên bán, V.V.), trong khi hầu hết các quỹ đóng thường xuyên mua được ở mức "dưới giá" (at a discount), thấp hơn giá trị tài sản ròng của chúng. Sự chiết khấu giá này khác nhau giữa các công ty, và mức chiết khấu giá trung bình tính cả nhóm cũng thay đổi từ thời điểm này qua thời điểm khác. Số liệu về điểm này vào các năm 1961 -1970 được đưa ra ở bảng 9-3.

BẢNG 9-3 : Một vài số liệu về các quỹ đóng, quỹ tương hỗ và chỉ số tổng hợp s&p

Năm	Chiết khấu trung bình của các quỹ đóng	Kết quả trung bình của các quỹ đóng a (%)	Kết quả trung bình của các quỹ chứng khoán tương hỗ b (%)	Kết quả của chỉ số tổng hợp S & P c (%)
1970	–6%	hòa	–5,3	+3,5
1969		–7,9	–12,5	–8,3
1968	(+7)d	+13,3	+15,4	+10,4
1967	–5	+28,2	+37,2	+23,0
1966	–12	–5,9	–4,1	–10,1
1965	–14	+14,0	+24,8	+12,2
1964	–10	+16,9	+13,6	+14,8
1963	–8	+20,8	+19,3	+24,0
1962	–4	–11,6	–14,6	–8,7
1961	–3	+23,6	+25,7	+27,0
Trung bình của số liệu 10 năm		+9,14	+9,95	+9,79

a Trung binh Wiesenberger của 10 công ty đa dạng.

b Trung binh của 5 trung bình Wiesenberger của các quỹ cồ phiếu thường trong mỗi năm.

c Trong tất cả các trường hợp, các phân phối được bô sung trờ lại.

d Trên giá (cao hơn giá trị tài sản ròng).

Không căn nhiều sắc sào để nghi ngờ rằng mức giá tương đối thấp hơn của các cổ phiếu quỹ đóng so với cổ phiếu của quỹ mở không liên quan nhiều tới sự khác biệt trong kết quả đầu tư tổng thể giữa hai nhóm này. Điêu này là đúng, như được chỉ ra bằng các so sánh kết quả hằng năm của các năm 1961- 1970 của hai nhóm trong bảng 9-3.

Do đó, chúng tôi đi đến một trong những quy tắc rõ ràng trong việc lựa chọn của nhà đầu tư. Nếu bạn muốn đặt tiền vào các quỹ đầu tư, hãy mua một nhóm các cổ phiếu quỹ đóng với mức chiết khấu giá chẳng hạn là từ 10% đến 15% giá trị tài sản, thay vì trả mức trên giá cao hơn 9% giá trị tài sản của các cổ phiếu của một công ty mở. Giả sử các mức cổ tức tương lai và sự thay đổi giá trị tài sản sẽ vẫn giống nhau với cả hai nhóm, bạn sẽ kiếm được nhiều hơn khoảng một phần năm từ tiền đầu tư của mình với các cổ phiếu quỹ đóng.

Nhân viên bán hàng của quỹ tương hỗ sẽ nhanh chóng "phản pháo" rằng: "À, nhưng nếu bạn mua các cổ phiếu của quỹ đóng, bạn sẽ không bao giờ biết mình sẽ bán chúng tại mức giá thế nào. Mức chiết khấu giá có thể cao hơn mức của ngày hôm nay, thế thì bạn sẽ phải chịu sự chênh lệch cao hơn nữa. Với các cổ phiếu của chúng tôi, bạn được đảm bảo quyền hoàn trả các cổ phiếu của mình tại mức 100% giá trị tài sản, không bao giờ ít hơn." Hãy để chúng tôi xem xét luận điểm này một chút; nó sẽ là một bài tập logic và suy nghĩ thông thường. Câu hỏi đặt ra là: Giả sử rằng mức chiết khấu giá của các cổ phiếu quỹ đóng có rộng ra thì khả năng bạn sẽ hoạt động kém hơn với cổ phiếu đó là như thế nào so với việc mua một lượng tương đương những cổ phiếu quỹ mở?

Điêu này cần tới một chút số học. Hãy cho rằng nhà đầu tư A mua một số cổ phiếu quỹ mở với mức 109% giá trị tài sản, và nhà đầu tư B mua các cổ phiếu quỹ đóng với mức 85%, cộng với 1,5% chi phí hoa hồng cho nhân viên bán hàng, cả hai nhóm cổ phiếu kiếm được và trả 30% mức giá trị tài sản này trong chẳng hạn là bốn năm, và cuối cùng có giá trị như ban đầu. Nhà đầu tư A hoàn đổi các cổ phiếu của mình với mức 100% giá trị, mất đi khoản 9% trên giá mà anh ta đã trả. Tỷ suất lợi nhuận tổng thể của anh ta trong thời kỳ đó là 30% trừ đi 9%, tức 21% trên giá trị tài sản. Nếu tính theo tiền đầu tư của anh ta thì con số trên chỉ là 19%. Nhà đẩu tư B phải hiện thực hóa lợi nhuận bao nhiêu trên cổ phiếu quỹ đóng của mình để đạt được cùng mức kết quả lợi nhuận như nhà đầu tư A? Câu trả lời là 73%, hoặc chiết khấu giá 27% từ giá trị tài sản[259]. Nói cách khác, nhà đầu tư quỹ đóng có thể phải chịu sự chênh lệch 12 điểm (khoảng gấp đôi) so với mức chiết khấu thị trường trước khi tỷ suất lợi nhuận của anh ta bằng với của nhà đầu tư quỹ mở. Một thay đổi bất lợi với biên độ đó rất ít khi xảy ra, nếu không nói là chưa từng xảy ra, trong lịch sử các cổ phiếu quỹ đóng. Do đó

khó có khả năng là bạn sẽ nhận được tỷ suất lợi nhuận tổng thể thấp từ một công ty đóng (có tính đại diện), được mua ở mức chiết khấu giá, nếu hoạt động đầu tư của nó tương đương với một quỹ tương hỗ có tính đại diện. Nếu một quỹ có tính phí bán nhỏ (hoặc không tính phí bán) được thay thế cho quỹ với phí "8,5 %" thông thường, thì lợi thế của một đầu tư quỹ đóng chắc chắn là bị giảm đi, nhưng nó vẫn là một lợi thế.

Thực tế rằng một ít quỹ đóng đang bán với mức chênh lệch trên giá cao hơn mức phí 9% của các quỹ tương hỗ lại tạo ra một câu hỏi khác cho nhà đầu tư. Liệu các công ty bán trên giá này có được sự quản lý xuất chúng xứng đáng với các mức giá nâng cao của chúng. Nếu tìm kiếm câu trả lời trong những kết quả tương đối trong năm hoặc mười năm qua, câu trả lời sẽ là không. Ba trong sáu công ty bán trên giá có chủ yếu là các đầu tư nước ngoài. Một đặc điểm ấn tượng của chúng là sự thay đổi giá lớn trong thời gian một vài năm,[ế] và vào cuối năm 1970 một công ty trong số này đã bán với mức chỉ bằng một phần tư mức đỉnh cao của nó, một quỹ khác thì ở mức một phần ba mức đỉnh cao, và một quỹ khác là ở mức ít hơn một nửa.

Nếu chúng ta xem xét ba công ty trong nước bán với mức cao hơn giá trị tài sản, chúng ta sẽ thấy rằng trung bình của tỷ suất lợi nhuận trong mười năm của chúng có phần tốt hơn của mười quỹ chiết khấu giá, nhưng trong năm năm vừa qua thì ngược lại. Sự so sánh giữa số liệu trong các năm 1961-1970 của Lehman Corp. và General American Investors, hai trong những công ty đóng lâu đời nhất và lớn nhất của chúng ta, được nêu trong bảng 9-5. Một trong hai công ty này bán với mức 14% trên giá trị tài sản ròng và công ty còn lại với mức 7,6% dưới giá trị tài sản ròng vào cuối năm 1970. Sự khác nhau về quan hệ giá so với tài sản ròng có vẻ như không được chứng tỏ bởi những con số này.

BẢNG 9-5 : So sánh hai công ty đóng hàng đâu (a)

	1970	5 năm, 1966–1970	10 năm, 1961–1970	Trên giá hoặc dưới giá, tháng 12/1970
General Am. Investors Co.	–0,3%	+34,0%	+165,6%	7,6% dưới mệnh giá
Lehman Corp.	–7,2%	+20,6	+108,0%	13,9% trên mệnh giá

a Số liệu từ Wiesenberger Financial Services.

Đâu tư vào các quỹ cân đối Hai mươi ba quỹ đầu tư được cân đối được nêu trong Báo cáo Wiesenberger đã đặt từ 25% đến 59% tài sản của mình vào các cổ phiếu và trái phiếu ưu đãi, và con số trung bình là 40%. Mức cân đối được giữ với các cổ phiếu thường. Có vẻ như hợp lý hơn nếu nhà đầu tư điển hình thực hiện những đầu tư kiểu trái phiếu của mình một cách trực tiếp, thay vì mua chúng dưới dạng một ràng buộc với quỹ đầu tư tương hỗ. Tỷ suất lợi nhuận trung bình thể hiện bởi những quỹ cân đối này vào năm 1970 chỉ là 3,9% mỗi năm

trên giá trị tài sản, tức khoảng 3,6% trên giá bán. Lựa chọn tốt hơn cho thành phần trái phiếu sẽ là việc mua các trái phiếu tiết kiệm Mỹ, hay trái phiếu công ty được xếp hạng A hoặc cao hơn, hay các trái phiếu miễn thuế, cho danh mục đầu tư trái phiếu của nhà đầu tư.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 9 Giáo viên hỏi Billy Bob: "Nẽu em có 12 con cừu và một con nhảy qua hàng rào, thì em còn bao nhiêu con nữa?”

Billy Bob trả lời, "Không con nào cả.”

'Thê' thì" thầy giáo nói, "chắc chắn em không biết phép trừ rồi.”

"Có lẽ vậy," Billy Bob trả lời, "nhưng chắc chắn là em hiếu rất rõ đàn cừu của mình.”

- Được GS Henry T. c. Hu ờ Trường Luật Đại học Texas kể lại GẦN NHƯ HOÀN HẢO Quỹ đâu tư tương hỗ, một phát minh hoàn toàn của Mỹ, được khai sinh vào năm 1924 bời một người đã từng là người bán xoong nồi nhôm tên là Edward G. Leffler. Các quỹ tương hỗ khá rẻ, tiện lợi, rất đa dạng, được quản lý chuyên nghiệp và được quy định bởi những điều khoản chặt chẽ nhất trong Luật chứng khoán Liên bang. Bằng cách làm cho việc đầutưdễ dàng và có thể chấp nhận được đối với hầu hết mọi người, các quỹ đã đưa khoảng 54 triệu gia đình Mỹ (và nhiều triệu gia đình nữa trên khắp thế giới) vào dòng chảy đầu tư - có lẽ đây là tiến bộ vĩ đại nhất từng đạt được trong nên dân chủ tài chính.

Nhưng các quỹ tương hỗ không phải là hoàn hảo; chúng gần như là hoàn hảo, và chỉ một từ đó tạo nên toàn bộ sự khác biệt. Vì sự không hoàn hảo của chúng mà hầu hết các quỹ tương hỗ hoạt động kém thị trường nói chung, tính phí quá cao đối với những nhà đầu tư của mình, tạo ra những cơn đau đầu về thuế má, và chịu những lần xoay chuyển thất thường về kết quả hoạt động. Nhà đầu tư thông minh phải chọn các quỹ một cách rất cẩn thận để tránh việc sở hữu một đống hỗn tạp. ĐẦU BÀNG Hầu hết các nhà đầu tư chỉ đơn giản mua một quỹ bởi vì nó đang đi lên nhanh, dựa trên giả định là nó sẽ còn tiếp tục như vậy. Mà tại sao lại không cơ chứ? Các nhà phân tích tâm lý đã cho thấy rằng con người có xu hướng bầm sinh là tin rằng những gì xảy ra trong thời gian dài có thể được dự đoán chỉ từ một chuỗi ngắn các kết quả. Hơn nữa, chúng tôi biết từ kinh nghiệm của mình là có một số thợ đường ống giỏi hơn hẳn một số thợ khác, một số cầu thủ bóng chày có khả năng ghi điểm cao hơn hẳn người khác, rằng nhà hàng ưa thích của ta luôn phục vụ thức ăn tuyệt vời, và những đứa trẻ thông minh thì luôn được điểm cao. Kỹ năng, trí óc và sự chăm chỉ được công nhận và thưởng công - và luôn được lặp lại - ở khắp quanh ta. Do đó, nếu một quỹ vượt được thị trường, trực giác của chúng ta mách bảo chúng ta là hãy trông đợi việc nó tiếp tục hoạt động khá hơn thị trường.

Không may thay, trong các thị trường tài chính, sự may mắn lại quan trọng hơn kỹ năng. Nếu một nhà quản lý tình cờ lại ở đúng chỗ của thị trường vào đúng thời điểm, anh ta sẽ rất tuyệt vời - nhưng cũng rất thường xuyên, những gì nóng bỗng nhiên nguội mất và chỉ số IQ của nhà quản lý dường như giảm mất 50 điểm. Hình 9-1 cho thấy những gì đã xảy ra với các quỹ nóng nhất năm 1999.

Đây lại là một lời nhắc nhở rằng khu vực ngành nóng nhất của thị trường - vào năm 1999 thì đó là khu vực công nghệ - thường trở nên nguội lạnh như nitơ lỏng, với một tốc độ nhanh đễn chóng mặt và không một lời cảnh báo[260]. Và đó là lời nhắc nhở rằng việc mua quỹ

dựa trên kết quả hoạt động trong quá khứ của nó là việc ngớ ngẩn nhất mà một nhà đầu tư có thể làm. Các học giả tài chính đã nghiên cứu các quỹ tương hỗ trong ít nhất là một thế kỷ, và họ hầu như thống nhất với nhau trên một loạt các điểm:

• một quỹ trung bình thường không chọn chứng khoán đủ tốt để bù vào chi phí nghiên cứu và kinh doanh chúng; • chi phí của một quỹ càng cao thì tỷ suất lợi nhuận của nó càng thấp; • một quỹ càng hay kinh doanh các chứng khoán của mình, thì nó càng có xu hướng kiếm được ít hơn; • các quỹ có độ bất ổn định cao, thường nhảy lên nhảy xuống nhiều hơn một quỹ trung bình, thì có nhiều khả năng là vẫn cứ bất ổn định; • các quỹ với tỷ suất lợi nhuận cao trong quá khứ sẽ ít có khả năng vẫn tiếp tục là người thắng cuộc về lâu dài[261].

Xác suất mà bạn chọn được những quỹ hoạt động hàng đầu trong tương lai dựa vào tỷ suất lợi nhuận của chúng trong quá khứ cũng cao xấp xỉ bằng xác suất mà quái vật Chân To và Người Tuyết sẽ đi giầy nhảy ba lê màu hồng và tới dự tiệc sắp tới ờ nhà bạn. Nói cách khác, cơ hội của bạn không phải là bằng không - nhưng cũng gần như bằng không. (Hãy xem phần đóng khung ở cuối phần bình luận này).

Nhưng cũng có một tin tốt. Trước hết, việc hiểu vì sao lại khó tìm được một quỹ tốt sẽ giúp bạn trở thành một nhà đàu tư thông minh hơn. Thứ hai, mặc dù kết quả hoạt động quá khứ là một nhà dự đoán tồi về tỷ suất lợi nhuận tương lai, có những yếu tố khác mà bạn có thể sử dụng để tăng khả năng mình sẽ tìm ra một quỹ tốt. Cuối cùng, một quỹ có thể cho giá trị xuất sắc thậm chí cả khi nó không vượt qua thị trường - bằng cách cung cấp một phương thức tiết kiệm để đa dạng hóa các cổ phần của bạn và giúp bạn có thêm thời gian đề làm việc khác, thay vì ngồi tự chọn chứng khoán cho mình.

CÁI ĐẦU TIÊN SẼ LÀ CÁI CUỖI CÙNG Tại sao không có nhiều quỹ đang thắng vẫn tiếp tục thắng?

Một quỹ càng hoạt động tốt thì các nhà đầu tư của nó càng gặp phải nhiều chướng ngại vật hơn:

Những nhà quản lý nay đây mai đó. Khi một người chọn chứng khoán có vẻ có bàn tay vàng, ai cũng muốn có anh ta - kể cả các công ty quỹ đối thủ của nhau. Nếu bạn mua quỹ Transamerica Premier Equity Fund để kiếm tiền từ các kỹ năng điêu luyện của Glen Bickerstaff, người đã đạt được tỷ suất lợi nhuận là 47,5% vào năm 1997, thì bạn sẽ nhanh chóng hết may; công ty TCW đã tóm anh ta đi vào giữa năm 1998 để quản lý quỹ TCW Galileo Select Equities Fund, thế là quỹ Transamerica đã thụt lùi trên thị trường vào ba trong bốn năm tiếp sau đó. Nếu bạn mua quỹ Fidelity Aggressive Growth Fund vào đầu năm 2000 để thu vốn trên những tỷ suất lợi nhuận cao của Erin Sullivan, người đã gần như tăng gấp đôi số tiền của các cổ đông của mình kể từ năm 1997, thì thôi rồi: Cô đã xin thôi việc để tự khởi nghiệp quỹ phòng vệ của riêng mình vào năm 2000, thế là quỹ trước đó của cô đã mất hơn ba phần tư giá trị của nó trong ba năm tiếp theo[262].

Bệnh chân voi của tài sản. Khi một quỹ kiếm được tỷ suất lợi nhuận cao, các nhà đầu tư sẽ nhận ra quỹ đó - và thường sẽ đổ hàng trăm triệu đô la vào nó chỉ trong một vài tuần. Điêu này khiến nhà quản lý quỹ chỉ có một vài lựa chọn, mà đều là tồi cả. Anh ta có thể giữ số tiền đó một cách an toàn cho một ngày xấu trời, nhưng khi đó tỷ suất lợi nhuận thấp của tiền mặt sẽ làm giảm kết quả của quỹ nếu chứng khoán tiếp tục đi lên. Anh ta có thể đặt số tiền mới vào những chứng khoán mà anh ta đã sở hữu rồi - các chứng khoán chắc đã đi lên kể từ khi anh ta mua chúng và sẽ trở nên cao giá đến mức nguy hiểm nếu anh ta đổ thêm hàng triệu đô la vào chúng. Hoặc anh ta có thể mua các chứng khoán mà anh ta không thích sở hữu lắm từ trước - song anh ta sẽ phải nghiên cứu chúng một cách kỹ lưỡng, và phải canh chừng nhiều công ty hơn so với trước đây anh ta đã từng theo dõi.

Cuối cùng, khi mà quỹ Nimble Fund với 100 triệu đô la đặt 2% tài sản của mình (tức 2 triệu đô la) vào Minnow Corp., một chứng khoán có tổng giá trị thị trường là 500 triệu đô la, nó đang mua ít hơn một nửa của 1% giá trị của Minnow. Nhưng nếu kết quả hoạt động nóng khiến cho Nimble Fund phồng lên đến 10 tỉ đô la, thì một lượng đầu tư 2% tài sản của nó sẽ là 200 triệu đô la - gần một nửa toàn bộ giá trị của công ty Minnow, một mức sở hữu thậm chí không được phép theo luật pháp Liên bang. Nếu nhà quản lý danh mục đàu tư của Nimble vẫn cứ muốn sở hữu các chứng khoán nhỏ, anh ta sẽ phải rải tiền của mình ra nhiều công ty hơn - và kết cục là sẽ làm cho sự chú ý của mình bị quá phân tán.

Không còn những bước đi điệu đà. Một số công ty chuyên "ấp nở" các quỹ của mình - chạy thử chúng trong nội bộ trước khi bán chúng ra cho công chúng. (Thông thường, những cổ đông duy nhất là nhân viên và các công ty chi nhánh của chính công ty quỹ!) Bằng cách giữ cho chúng nhỏ, nhà tài trợ có thể dùng những quỹ được ấp nở này như những con chuột để thí nghiệm các chiến lược đãy rủi ro bằng những số tiền nhỏ, chẳng hạn như mua những chứng khoán thật sự tí hon hay giao dịch siêu nhanh các chứng khoán được bán ra công chúng lần đầu. Nếu chiến lược này thành công, quỹ có thể lôi kéo hàng loạt nhà đầu tư công chúng bằng cách công bố tỷ suất lợi nhuận nội bộ của nó. Trong những trường hợp khác, nhà quản lý quỹ "miễn" (tức không tính) phí quản lý, tăng tỷ suất lợi nhuận lên - rồi ấn các phí này vào sau khi các mức tỷ suất lợi nhuận cao đã thu hút được nhiều khách hàng. Gần như không có ngoại lệ, tỷ suất lợi nhuận của các quỹ ấp nở và miễn phí đó trở nên tầm thường ngay sau khi các nhà đầu tư bên ngoài đổ hàng triệu đô la vào chúng.

Tãng chi phí. Việc giao dịch chứng khoán theo các khối rất lớn thường mất nhiều chi phí hơn những khối nhỏ; với ít người mua và người bán hơn, việc bù trừ cho khớp nhau sẽ khó hơn. Một quỹ với 100 triệu đô la tài sản có thể trả 1% một năm cho chi phí giao dịch. Nhưng nếu các tỷ suất lợi nhuận cao khiến quỹ phình nhanh lên đến 10 tỉ đô la, những giao dịch của nó có thể dễ dàng ăn hết ít nhất 2% chỗ tài sản đó. Một quỹ điển hình thường giữ chứng khoán của nó mỗi lần trong một khoảng 11 tháng, nên chi phí giao dịch ăn mất tỷ suất lợi nhuận như axit vậy. Trong khi đó, những chi phí khác của việc quản lý một quỹ thường ít khi giảm - và nhiều khi còn tăng - khi mà tài sản tăng. Với các chi phí hoạt động trung bình 1,5%, và

chi phí giao dịch khoảng 2%, một quỹ điển hình phải vượt qua thị trường 3,5 điểm phần trăm một năm trước khi tính chi phí chỉ để bù lại nó sau khi tính chi phí!

Hành động nhút nhát. Cuối cùng, sau khi một quỹ trở nên thành công, các nhà quản lý của nó thường trở nên rụt rè và hay bắt chước. Khi một quỹ phát triển lên, chi phí của nó trở nên cao hơn - khiến những nhà quản lý của nó ngại gây xáo trộn. Chính những liều lĩnh mà các nhà quản lý đã dùng để tạo ra những tỷ suất lợi nhuận cao ban đầu giờ có thể đẩy các nhà đầu tư đi mất - và hủy hoại lợi nhuận về phí béo bở đó. Do đó, tất cả các quỹ lớn nhất đều trông như một đàn cừu giống hệt nhau và bị thừa cân, tất cả đèu chuyển động với cùng bước chân chậm chạp, tất cả đẻu kêu "be be be" cùng một lúc. Hầu như mọi quỹ đầu tư vào chứng khoán tăng trưởng đều sở hữu chứng khoán nào Cisco, nào GE, nào Microsoft, nào Pfizer và Wal-Mart - và theo gần như cùng một tỷ lệ nữa. Hành động này phổ biến đến nỗi các học giả tài chính gọi nó một cách đơn giản là chăn cừu (herding)[263]. Thế nhưng bằng cách bảo vệ lợi nhuận quỹ của chính mình, các nhà quản lý quỹ đã làm tổn hại khả năng tạo ra tỷ suất lợi nhuận tuyệt vời cho các nhà đầu tư bên ngoài của họ.

Do các chi phí lớn và hành vi tệ hại của mình, hầu hết các quỹ không giữ được những gì mà nó đã kiếm được. Do vậy, không có gì đáng ngạc nhiên khi các tỷ suất lợi nhuận cao cũng dễ hỏng như cá không được ướp lạnh. Hơn nữa, với thời gian trôi qua, các gánh nặng từ chi phí đắt đỏ của chúng đã khiến cho hầu hết các quỹ thụt lùi xa hơn, như được thể hiện trong hình 9-2[264].

Nếu vậy, nhà đầu tư thông minh nên làm gì?

Đâu tiên, hãy thừa nhận rằng một quỹ đầu tư theo chỉ số - là quỹ sở hữu tất cả các chứng khoán hiện có trên thị trường tại mọi thời điểm, mà không giả vờ là có khả năng chọn được những cái "tốt nhất" và tránh được những cái "tệ nhất" - sẽ vượt qua hầu hết các quỹ trong dài hạn. (Nếu công ty của bạn không có một quỹ đầu tư theo chỉ số giá rẻ trong 401 (k) của bạn, bạn hãy tập hợp những đồng nghiệp của mình và yêu cầu lập một quỹ.) Tổng chi phí gián tiếp hằng năm ở mức thấp đáy của nó - chi phí hoạt động là 0,2% một năm, và chi phí giao dịch hàng năm chỉ có 0,1% - tạo cho quỹ này một lợi thế không thể địch nổi. Nếu các chứng khoán tạo ra, chẳng hạn, tỷ suất lợi nhuận hàng năm là 7% trong 20 năm sau dó, một quỹ chỉ số giá rẻ như Vanguard Total Stock Market sẽ có mức tỷ suất gần sát 6,7%. (Điều này sẽ biến một lượng đầu tư 10.000 đô la thành hơn 36.000 đô la.) Nhưng quỹ chứng khoán trung bình, với 1,5% chi phí hoạt động của nó và khoảng 2% chi phí giao dịch, sẽ may mắn nếu nó kiếm được 3,5% một năm. (Điều này sẽ biến 10.000 đô la thành 20.000 đô la - tức ít hơn gần 50% so với kết quả đạt được từ quỹ đầu tư theo chỉ số.) Các quỹ đầu tư theo chỉ số chỉ có một nhược điểm cơ bản: Chúng rất nhàm chán. Bạn sẽ không bao giờ có thể đi ăn nhậu và khoe rằng mình sở hữu một quỹ hoạt động hàng đầu trong nước. Bạn sẽ không bao giờ có thể khoe rằng mình đã vượt được thị trường, vì việc của một quỹ đầu tư theo chỉ số là đạt cùng mức tỷ suất lợi nhuận của thị trường, không phải là vượt qua nó. Nhà quản lý quỹ chỉ số của bạn chắc sẽ không "tung xúc xắc" và đánh cược rằng ngành tuyệt vời tiếp theo sẽ

là công nghệ vận tải từ xa, hay các trang web cứ xoa vào là tỏa mùi thơm, hay các trung tâm giảm cân bằng ngoại cảm; quỹ này sẽ luôn sở hữu mọi chứng khoán, chứ không phải chỉ có một dự đoán tốt nhất về điều mới lạ tiếp theo của một nhà quản lý. Nhưng, với năm tháng trôi qua, lợi thế chi phí của các quỹ đầu tư theo chỉ số sẽ cộng dồn một cách không ngừng nghỉ. Hãy giữ một quỹ đầu tư về chỉ số trong 20 năm hoặc hơn, thêm tiền vào mỗi tháng, thì bạn gần như hoàn toàn chắc chắn mình sẽ vượt qua phần lớn các nhà đầu tư chuyên nghiệp và cá nhân. Vào gần cuối đời mình, Graham đã khen ngợi các quỹ chỉ số là lựa chọn tốt nhất cho các nhà đầu tư cá nhân, và Warren Buffet cũng vậy[265].

THỬ NHIỀU CHIỀU Khi bạn cộng tất cả các khiếm khuyết của chúng lại, thì điều đáng kinh ngạc không phải là có quá ít quỹ vượt được quỹ đầu tư theo chỉ số, mà là liệu còn có quỹ nào vượt được không. Vậy mà, cũng có một vài quỹ làm được như vậy. Chúng có những đặc điểm gì chung?

Các nhà quản lý quỹ đó là những cổ đông lớn nhất. Sự xung đột lợi ích giữa những gì tốt nhất cho các nhà quản lý của quỹ và những gì tốt nhất cho nhà đầu tư của họ được giảm đi khi các nhà quản lý là một trong những người sở hữu cổ phần lớn nhất của công ty. Một số công ty, như Longleaf Partners, thậm chí còn cấm các nhân viên của mình sở hữu bất cứ cái gì ngoài quỹ của chính mình, ở Longleaf và các công ty khác như Davis và FPA, các nhà quản lý sở hữu nhiều phần quỹ của mình đến nỗi họ chắc sẽ quản lý tiền của bạn như tiền của chính họ - như vậy giảm khả năng làm hỏng tiền của bạn, hay để các quỹ phồng to lên đến quy mô khổng lồ, hay quật bạn với một khoản thuế đau đớn nào đó. Một tờ thông báo ủy quyền của Quỹ và một tờ Tuyên bố về thông tin bổ sung, đêu có thể lấy được từ SEC (ủy ban Chứng khoán và Giao dịch) thông qua cơ sở dữ liệu EDGAR tại www.SGC.gov, sẽ cho biết xem các nhà quản lý có sở hữu hơn 1% cổ phiếu của quỹ.

Chúng rẻ. Một trong những chuyện hoang tưởng phổ biến nhất trong kinh doanh theo quỹ là "tiền nào của nấy" - tức là tỷ suất lợi nhuận cao là biện minh tốt nhất cho các mức phí cao. Thứ nhất, điều này không đúng; hàng thập kỷ nghiên cứu đã chứng minh rằng các quỹ với chi phí cao hơn kiếm tỷ suất lợi nhuận thấp hơn qua một thời gian dài. Thứ hai, các tỷ suất lợi nhuận cao hơn chỉ là tạm thời, trong khi các mức phí cao thì cố định như đá hoa cương. Nếu bạn mua một quỹ vì những mức tỷ suất lợi nhuận nóng của nó; bạn có thể gặp kết cục là tay nắm một đống tro - nhưng chi phí để sở hữu quỹ của bạn gần như chắc chắn sẽ không đi xuống khi tỷ suất lợi nhuận giảm.

Chúng dám làm khác. Khi Peter Lynch quản lý công ty Fidelity Magellan, ông đã mua bất cứ cái gì ông thấy có vẻ rẻ - bất kể các nhà quản lý khác đang sở hữu cái gì. Vào năm 1982, đầu tư lớn nhất của ông là các trái phiếu kho bạc; ngay sau đó; ông lấy Chrysler làm cổ phiếu hàng đầu của mình, mặc dù hầu hết các chuyên gia đã dự báo công ty xe hơi này sẽ phá sản; rồi vào năm 1986, Lynch đặt gần 20% tài sản của Fidelity Magellan vào những chứng khoán ngoại như Honda, Norsk Hydro và Volvo. Vậy nên, trước khi bạn mua một quỹ chứng khoán

Mỹ, hãy so sánh những cổ phần được liệt kê trong báo cáo gần đây nhất của nó với danh sách của chỉ số s & p 500,ễ nếu chúng giống nhau như đúc, hãy tìm một quỹ khác[266].

Chúng đóng cửa. Những quỹ tốt nhất thường đóng cửa đối với các nhà đầu tư mới và chỉ cho phép những cổ đông sẵn có của họ mua thêm. Điều này ngăn cơn háu ăn của những người mua mới, những người muốn chồng lên trên, để bảo vệ quỹ khỏi sự đau đớn của việc tài sản bị "phù chân voi". Đó cũng là một dấu hiệu là các nhà quản lý quỹ đã không đặt ví của mình lên trên ví của bạn. Nhưng việc đóng cửa cần phải xảy ra trước khi - chứ không phải sau khi - quỹ này bùng nổ về quy mô. Một số công ty với thành tích gương mẫu của việc đóng cổng của mình là Longleaf, Numeric, Oakmark, T. Rowe Price, Vanguard và Wasatch.

Chúng không quảng cáo. Cũng giống như Plato đã nói trong cuốn Nền Cộng hoà, những người trị vì lý tưởng không phải là những người muốn cai trị, các nhà quản lý quỹ tốt nhất thường hành động như thể họ không muốn tiền của bạn. Họ không xuất hiện liên tục trên kênh truyền hình tài chính hay chạy quảng cáo khoe các tỷ suất lợi nhuận số 1 của mình. Quỹ nho nhỏ ổn định Mairs & Power Growth Fund còn không có trang web cho mãi tới năm 2001 và chỉ bán các cổ phiếu của mình trong 24 bang. Quỹ Torray Fund chưa bao giờ có một quảng cáo bán lẻ kể từ lúc nó được thành lập vào năm 1990.

Bạn còn nên tìm kiếm gì nữa? Hầu hết những người mua quỹ thường nhìn vào kết quả hoạt động quá khứ trước, rồi sau đó đến danh tiếng của nhà quản lý, rồi đến khả năng rủi ro của quỹ, và cuối cùng (nếu có) là các chi phí của quỹ[267].

Nhà đầu tư thông minh cũng nhìn vào những thứ đó - nhưng theo một thứ tự ngược lại.

Vì chi phí của một quỹ dễ dự đoán hơn rất nhiều so với rủi ro hay tỷ suất lợi nhuận tương lai của nó, bạn nên dùng chúng làm màn lọc đầu tiên. Không có lý do chính đáng nào để trả cao hơn các mức chi phí hoạt động hằng năm sau đây, chia theo loại quỹ:

• Các trái phiếu bị đánh thuế và trái phiếu đô thị: 0,75% • Các vốn cổ phần Mỹ (cổ phiếu cỡ lớn và cỡ trung): 1,0% • Các trái phiếu có hoa lợi cao (trái phiếu rác): 1,0%.

• Các vốn cổ phần Mỹ (cổ phiếu cỡ nhỏ): 1,25% •Cổ phiếu ngoại: 1,50%[268] Sau đó, hãy đánh giá mức rủi ro. Trong cáo bạch (tức hướng dẫn cho người mua) của mình, mỗi quỹ đều phải vẽ một đồ thị dạng cột thể hiện thua lỗ nặng nhất của nó trong một quý niên lịch. Nếu bạn không thể chịu được việc mất ít nhất số tiền như vậy trong vòng ba tháng, hãy đi chỗ khác. Bạn cũng nên kiểm tra các đánh giá quỹ của Morningstar. Là một công ty nghiên cứu đầu tư hàng đầu, Morningstar tặng các "đánh giá sao" cho các quỹ, dựa vào lượng rủi ro mà họ đã chấp nhận đê đạt tỷ suất lợi nhuận của mình (một sao là tệ nhất, năm sao là tốt nhất). Nhưng, cũng như chính bản thân kết quả hoạt động quá khứ, các đánh giá này phải nhìn ngược lại; chúng nói cho bạn biết quỹ nào đã từng là tốt nhất, chứ không phải quỹ nào sẽ là tốt nhất. Thật vậyïï các quỹ năm sao có thói quen đáng lo ngại là sau đó hoạt động kém hơn các quỹ một sao. Vậy nên trước hết bạn hãy tìm một quỹ giá rẻ mà trong đó các nhà

quản lý cũng là cổ đông chính, họ dám làm khác, không làm sốt các tỷ suất lợi nhuận của mình, và đã thể hiện sự sẵn sàng đóng cửa trước khi quỹ trở nên quá lớn. Khi đó, và chỉ khi đó, bạn hãy tham khảo đánh giá Morningstar[269].

Cuối cùng, bạn hãy nhìn vào kết quả hoạt động quá khứ, nhớ rằng nó chỉ là một dự đoán mờ nhạt về tỷ suất lợi nhuận tương lai. Như chúng ta đã thấy, những quỹ thắng cuộc của ngày hôm qua thường trở thành kẻ thua cuộc của ngày mai. Nhưng các nghiên cứu đã cho thấy một điều là gần như chắc chắn: Những kẻ thua cuộc của ngày hôm qua gần như không bao giờ trở thành người thắng cuộc của ngày mai. Vậy nên bạn hãy tránh những quỹ với tỷ suất lợi nhuận quá khứ luôn luôn kém - đặc biệt là nếu chúng có các chi phí hằng năm cao hơn trung bình.

THẾ GIỚI ĐÓNG KÍN CỦA CÁC QUỸ ĐÓNG Các quỹ chứng khoán đóng, mặc dù rất phổ biến vào những năm 1980, đã dần lụi tàn. Ngày nay, chỉ có 30 quỹ vốn cổ đông nội địa đa dạng hóa, rất nhiều trong số đó nhỏ xíu, chỉ giao dịch độ vài trăm cổ phiếu một ngày, với các chi phí cao và chiến thuật kỳ cục (như Morgan Fun-Shares chuyên về các chứng khoán trong các ngành "gây nghiện" như rượu bia, sòng bạc và thuốc lá). Nghiên cứu được thực hiện bởi chuyên gia về quỹ đóng Donald Cassidy của Lipper Inc. khẳng định lại các kết luận nêu trên của Graham: Các quỹ chứng khoán đóng đa dạng hóa đang kinh doanh ở mức giá chiết khấu không chỉ có xu hướng hoạt động tốt hơn những quỹ kinh doanh ở mức trên giá, mà còn có khả năng đạt tỷ suất lợi nhuận cao hơn quỹ tương hỗ mở trung bình. Tuy nhiên, đáng buồn thay, các quỹ chứng khoán đóng đa dạng hóa không phải lúc nào cũng có thể kiếm được tại mức giá chiết khấu trong một thị trường đã trở nên bụi bặm và tàn lụi[270].

Nhưng có hàng trăm các quỹ trái phiếu đóng, với các lựa chọn đặc biệt chắc chắn trong lĩnh vực trái phiếu đô thị. Khi các quỹ đó kinh doanh ở mức dưới giá, hoa lợi của chúng được khuếch đại lên và chúng có thể là đáng hấp dẫn, miễn là các chi phí hằng năm của chúng là dưới các ngưỡng liệt kê ởtrên[271].

Một thể loại quỹ mới là quỹ chỉ số buôn bán giao dịch (exchange-traded index fund - ETF) cũng đáng để khám phá. Các quỹ ETF giá rẻ này đôi khi là cách duy nhất để nhà đầu tư có thể có có lối đi vào một thị trường hẹp, chẳng hạn như các công ty ở Bỉ, hay ngành cồng nghiệp bán dẫn. Các quỹ ETF chỉ số khác thì cung ứng thị trường rộng hơn. Tuy nhiên, chúng thường không dành cho những nhà đầu tư muốn thêm tiền vào một cách đều đặn, vì hầu hết các nhà môi giới sẽ tính phí riêng với mỗi đầu tư mới mà bạn thực hiện[272].

BIẾT KHI NÀO PHẢI GẤP CHÚNG LẠI Một khi bạn sở hữu một quỹ, làm sao bạn biết khi nào là lúc để bán? Lời khuyên tiêu chuẩn là hãy vứt bỏ một quỹ nếu nó hoạt động kém hơn thị trường (hay các danh mục đầu tư tương tự) trong một - hay là hai? - hay là ba? - năm liên tiếp. Nhưng lời khuyên này không hợp lý chút nào. Từ lúc được thành lập vào năm 1970 đến năm 1999, quỹ Sequoia đã hoạt động kém hơn chỉ số s & p 500 trong 12 trên 29 năm của nó - hơn 41% thời gian. Thế nhưng Sequoia đã tăng hơn 12.500% trong thời kỳ đó, so với 4.900% của chỉ số s & p 500(273], Kẽt quả hoạt động của hầu hẽt các quỹ loạng choạng chỉ

vì kiểu chứng khoán mà họ thích tạm thời không được chuộng. Nếu bạn thuê một nhà quản lý để đầu tư theo một cách cụ thể, tại sao lại sa thải anh ta vì đã làm đúng điều anh ta đã hứa? Bằng cách bán khi một kiểu đâu tư đang lỗi mốt, bạn không chỉ khóa lại thua lỗ mà còn khóa mình ra khỏi sự hồi phục gần như chắc chắn sẽ tới. Một nghiên cứu cho thấy rằng các nhà đầu tư vào quỹ tương hỗ đã hoạt động kém hơn các quỹ của họ 4,7 điểm phần trăm mỗi năm kể từ năm 1998 đến 2001 chỉ bằng cách mua cao và bán thấp[274].

Vậy bạn nên bán lúc nào? Đây là một vài lá cờ đỏ chỉ dẫn cụ thể:

• một sự thay đối chiến lược đột ngột và không được trông đợi, chẳng hạn như một quỹ "giá trị" mua một đống chứng khoán công nghệ vào năm 1999 hay một quỹ "tăng trưởng" mua một đống chứng khoán bảo hiểm vào năm 2002,ề • sự tăng chỉ phí cho thấy rằng các nhà quản lý đang lót túi cho mình; • các hóa đơn thuế lớn và thường xuyên tạo ra bởi giao dịch quá mức; • các mức tỷ suất lợi nhuận thất thường, như khi mà một quỹ vốn trước đây thận trọng tạo ra lỗ lớn (hoặc thậm chí tạo ra lãi khổng lồ).

TẠI SAO CHỦNG TÕI LẠI YÊU BÀN CẦU cơ CỦA MÌNH Niềm tin - hay thậm chí chỉ là hy vọng - rằng ta có thể chọn đúng quỹ trong tương lai làm ta cảm thấy tốt hơn. Nó cho ta cảm giác thích thú rằng ta đang kiểm soát được chính số mệnh đầu tư của mình, cảm giác "tôi đang kiểm soát được mọi thứ" là một phần của trạng thái con người; nó là một thứ mà các nhà tâm lý học gọi là tự tin quá mức. Đây là một vài ví dụ về cách nó hoạt động thế nào:

• Vào năm 1999, Tạp chí Money yêu cầu hơn 500 người rằng danh mục đầu tư của họ có vượt qua được thị trường không. Cứ bốn người thì một nói có. Thế nhưng, khi được hỏi cụ thể tỷ suất lợi nhuận của mình, 80% những nhà đầu tư đó đã báo cáo lợi nhuận thấp hơn thị trường. (4% không biết danh mục đầu tư mình đã tăng bao nhiêu - nhưng vẫn chắc chắn rằng mình đã đánh bại thị trường!) • Một nghiên cứu của Thụy Điển đã hỏi những người lái xe đã từng bị tai nạn đâm xe nghiêm trọng đánh giá về kỹ năng lái xe của họ. Những người này - bao gồm một số người mà cảnh sát xác minh là gây ra tai nạn, và một người số khác bị thương nặng tới nỗi họ trả lời bài khảo sát từ trên giường bệnh của mình - đã cương quyết rằng họ là những lái xe khá hơn trung bình.

• Trong một bài thăm dò ý kiến vào cuối năm 2000, tạp chí Time (Thời đại) và kênh CNN đã hỏi hơn 1.000 người rằng họ có nằm trong 1% những người có thu nhập cao nhất đất nước không. 19% đã đặt mình trong 1% những người Mỹ giàu nhất.

• Vào cuối năm 1997, một khảo sát 750 nhà đầu tư cho thấy rằng 74% tin rằng những cổ phiếu trong quỹ đầu tư tương hỗ của họ sẽ "liên tục vượt qua chỉ số Standard & Poor's mỗi năm" - mặc dù hầu hết các quỹ đều không vượt qua chỉ số s & p 500 trong dài hạn và nhiều quỹ còn không vượt được nó trong bất cứ năm nào(1).

Mặc dù kiểu lạc quan như vậy là dấu hiệu bình thường của một tâm lý khỏe mạnh, nó không phải là một phương châm đầu tư tốt. Sẽ là hợp lý khi tin rằng bạn có thể dự báo một điều chỉ

khi nó thực sự có thể dự báo được. Trừ phi bạn là người thực tế, cuộc tìm kiếm lòng tự trọng của bạn sẽ kết thúc với một tự bại.

1 Hãy đọc Jason Zweig, "Bạn liệu đã thắng thị trường?", Money, tháng 1/2000trang 55-58; khảo sát #15 Time/CNN, ngày 25-26 tháng 10/2000, câu hỏi số 29.

Như nhà tư vấn đầu tư Charles Ellis nói: "Nếu bạn không sẵn sàng để duy trì cuộc hôn nhân, thì bạn không nên cưới từ đầu."[275] Đầu tư quỹ cũng không khác gì. Nếu bạn không sẵn sàng để gắn bó với một quỹ trong ít nhất ba năm đầy đủ, ngay từ đầu bạn không nên mua nó. Sự kiên nhẫn là đồng minh hùng mạnh nhất của nhà đầu tư quỹ.

CHƯƠNG 10 Nhà đầu tư và các cô vấn của anh ta Việc đầu tư tiền vào chứng khoán là một hoạt động độc nhất vô nhị trong các hoạt động kinh doanh khác, ở chỗ nó hầu như luôn phải dựa ờ một mức độ nào đó vào sự tư vấn từ những người khác. Phần lớn các nhà đầu tư là người nghiệp dư. Điều tự nhiên là họ cảm thấy rằng trong việc chọn chứng khoán, họ có thể thu lợi thông qua sự hướng dẫn chuyên nghiệp. Thế nhưng có những điều kỳ quặc vốn có nằm ngay trong khái niệm tư vấn đầu tư.

Nếu lý do mà người ta đẩu tư là để kiếm tiền, thì với việc tìm kiếm lời khuyên, họ đang hỏi người khác cách kiếm tiền như thế nào. Ý tưởng đó có phần ngây thơ. Những nhà kinh doanh tìm kiếm sựtưvấn chuyên nghiệp về các yếu tố khác nhau trong kinh doanh, chứ họ không hy vọng được chỉ ra cách kiếm lợi nhuận. Đó là việc của họ. Khi họ, hay những người không kinh doanh khác, dựa vào người khác để tạo ra lợi nhuận đầu tư cho mình, thì họ đang trông mong một kiểu kết quả không có sự tương đương trong các vụ kinh doanh thông thường.

Nếu chúng tôi giả định là có những kết quả thu nhập bình thường hay chuẩn mực đạt được từ việc đầu tư vào chứng khoán thì vai trò của người cố vấn có thể được tạo lập một cách dễ dàng hơn. Anh ta sẽ sử dụng những kỹ năng đào tạo và kinh nghiệm xuất sắc của mình để bảo vệ các khách hàng của mình khỏi sai lầm và bảo đảm rằng họ nhận được những kết quả tương xứng với số tiền mà họ bỏ ra. Khi mà nhà đầu tư yêu cầu mức sinh lợi cao hơn so với mức sinh lợi trung bình trên số tiền đầu tư của mình, hay khi cố vấn của anh ta cam kết thực hiện tốt hơn cho anh ta, thì sẽ nảy sinh câu hỏi rằng như vậy có phải là đòi hỏi nhiều hơn hay hứa hẹn nhiều hơn những gì tương đối chắc chắn sẽ đạt được.

Lời khuyên về đầu tư có thê’ được lấy từ nhiều nguồn khác nhau, bao gồm: (1) một người thân hoặc người bạn, hẳn là am hiểu về chứng khoán; (2) một ngân hàng (thương mại) địa phương; (3) một công ty môi giới hoặc doanh nghiệp nghiệp vụ ngân hàng đầu tư; (4) một dịch vụ hoặc tập san tài chính; và (5) một nhà tưvẫn đău tư[276]. Tính chất hỗn hợp của danh sách này thể hiện rằng chưa có phương pháp có logic hay có hệ thống nào đã kết tinh trong đău các nhà đầu tư.

Có một số cân nhắc nhất định theo lẽ thường tình liên quan đến các tiêu chuẩn về kết quả bình thường hay chuẩn mực đã nói ở trên. Giả thiễtcơbản của chúng tôi là: Nếu nhà đầu tư phụ thuộc chủ yếu vào lời khuyên của người khác trong việc quản lý các quỹ tiền của mình thì anh ta phải giới hạn mình và các cố vấn của mình một cách nghiêm ngặt vào các kiểu đầu tư chuẩn mực, thận trọng, và thậm chí là không mang tính sáng tạo, hoặc anh ta phải có sự hiểu biết rất thân tình và có ích về người sẽ lái các quỹ của mình vào các kênh khác. Nhưng nếu mối quan hệ giữa đầu tư và các cố vấn của anh ta là mối quan hệ \ doanh hay chuyên nghiệp bình thường thì anh có chấp nhận các ý tưởng sáng tạo hơn chỉ đến ch mực mà bản thân anh ta có đủ kiến thức và \ nghiệm và do đó, đủ khả năng đề tự đánh giá I cách độc lập lời khuyên của người khác. Anh ta kh chuyển từ mục nhà đầu tư phòng vệ hoặc kh mạnh bạo thành nhà đầu tư xông xáo hoặc m bạo.

Tư vân đầu tư và các dịch vụ ủy thác của n\ hàng Các cố vấn đầu tư chuyên nghiệp thực sự - tứ những công ty tư vấn đầu tư nổi tiếng, có tính hằng năm khá cao - thường khá khiêm tốn tr những hứa hẹn và khoe khoang của mình. Phần họ đặt tiền của khách hàng mình vào các ch khoán có lãi suất tiêu chuẩn và có chi trả cổ tức, về dựa chủ yếu vào kinh nghiệm đầu tư bình thường với các kết quả đầu tư tổng thể. Trong trường hợp điển hình, khả năng hơn 10% tổng quỹ tiền từng bao giờ được đầu tư vào các chứng khoán khác ngoài chứng khoán của các công ty hàng đầu, cộng với các trái phiếu chính phủ (kể cả các phát hành của bang và đô thị) là điều đáng ngờ; họ cũng chưa chắc có các nỗ lực nghiêm túc để lợi dụng các đợt xoay chuyển trên thị trường nói chung.

Các công ty tư vấn đầu tư hàng đầu không tự cho mình là tuyệt vời; họ tự hào vì họ cần thận, thận trọng, và khá thành thạo. Mục đích chính của họ là duy trì giá trị vốn qua các năm và tạo ra mức tỷ suất lợi nhuận thận trọng chấp nhận được. Bất cứ thành tích nào vượt ra ngoài điều đó - và họ luôn cố gắng để làm tốt hơn - về bản chất được họ coi là một dịch vụ thêm. Có lẽ giá trị chủ yếu của họ đối với khách hàng nằm ở việc bảo vệ khách hàng khỏi những sai lầm đắt giá. Họ cung cấp tất cả những gì mà nhà đầu tư thận trọng có quyền đòi hỏi từ bất cứ nhà tư vấn nào phục vụ công chúng.

Những gì chúng tôi đã nói về những công tytưvấn đầu tư đã được xác lập vững chắc cũng có thể áp dụng chung cho các dịch ủy thác và tư vấn của các ngân hàng lớn hơn[277].

Các dịch vụ tài chính Những cái được gọi là dịch vụ tài chính là những tổ chức thường gửi các tờ tin có dạng thống nhất (đôi khi dưới dạng điện tín) tới những người đăng ký mua. Những chủ đê được nêu có thể bao gồm hiện trạng và triển vọng kinh doanh, động thái và triển vọng của các thị trường chứng khoán, thông tin và tư vấn về những phát hành cụ thể. Thường có một "bộ phận trả lời" để trả lời những câu hỏi liên quan đến một cá nhân đăng ký. Giá của dịch vụ này trung bình thấp hơn rất nhiều so với những gì các nhà tư vấn đầu tư tính cho những khách hàng cá nhân của mình. Một số tổ chức - nổi bật là Babson's và Standard & Poor's - hoạt động theo các mức khác nhau dưới dạng một dịch vụ tài chính và một sự tư vấn đầu tư. (Một cách ngẫu nhiên, các tổ chức khác - như Scudder, Stevens & Clark - hoạt động một cách tách biệt dưới dạng tư vấn đầu tư và dưới dạng một hoặc nhiều quỹ đầu tư).

Các dịch vụ tài chính, nói chung, thường hướng mình đến một phân khúc công chúng tương đối khác so với các công ty tư vấn đầu tư. Các khách hàng của các công ty tư vấn thường muốn được giải phóng khỏi sự phiền phức và việc phải đưa ra các quyết định. Các dịch vụ tài chính thì cung ứng thông tin và hướng dẫn cho những ai đang tự điều hành các thương vụ tài chính của mình hay đang cố vấn cho người khác. Nhiều dịch vụ trong số này giới hạn mình hoàn toàn, hoặc gãn như hoàn toàn, vào việc dự báo chuyển động thị trường bằng các phương pháp "kỹ thuật" khác nhau. Chúng tôi sẽ không xem xét các dịch vụ này vì chúng tôi nhận định rằng công việc của họ không liên quan gì đến các "nhà đầu tu" theo khái niệm được sử dụng trong cuốn sách này.

Mặt khác, một số trong những dịch vụ nổi tiếng nhất - chẳng hạn như Moody's Investment Service và Standard & Poor's - được xem là các tổ chức thống kê thực hiện việc tổng hợp các số liệu thống kê đồ sộ tạo thành cơ sở cho tất cả các phân tích chứng khoán nghiêm túc. Các dịch vụ này có nhóm khách hàng rất rộng, từ nhà đầu tư với tâm lý thận trọng nhất tới nhà đầu cơ cầu thả nhất. Kết quả là họ khó có thể gắn liền với một triết lý rõ ràng hay cơ bản nào để hình thành các ý kiến và lời khuyên của mình.

Một dịch vụ đã có từ lâu như kiểu của Moody's và những tổ chức khác rõ ràng phải cung cấp một điều gì đấy đáng giá đối với một nhóm lớn các nhà đầu tư. Đó là điều gì? Cơ bản, họ chú ý vào các vấn đề mà một nhà đầu tư-đầu cơ chủ động trung bình quan tâm tới, và các quan điểm của họ về những vấn đe này có căn cứ nhất định hoặc ít nhất là có vẻ đáng tin cậy hơn quan điểm của các khách hàng không được hướng dẫn.

Trong nhiều năm, các dịch vụ tài chính đã đưa ra những dự báo về thị trường chứng khoán, song không có ai thực hiện một cách nghiêm túc hoạt động này. Giống như mọi người khác trong lĩnh vực này, có lúc họ đúng, có lúc họ sai. Khi có thể thì họ rào đón các ý kiến của mình để tránh nguy cơ bị chứng minh là hoàn toàn sai. (Có một nghệ thuật đã phát triển từ lâu gọi là cách diễn đạt mập mờ kiểu sấm trạng, tức là tự điều chỉnh mình một cách thành công với bất cứ điều gì mà tương lai đem tới.) Theo quan điểm của chúng tôi - có lẽ là hơi thành kiến - lĩnh vực này không có tầm quan trọng thật sự nào ngoài ánh sáng mà nó rọi vào bản chất con người trong các thị trường chứng khoán. Hầu hết những ai quan tâm tới chứng khoán thường đèu muốn được người khác nói cho biết anh ta nghĩ thị trường sắp làm gì. Có cầu thì phải có cung.

Các diễn giải và dự báo của họ về các điều kiện kinh doanh tất nhiên là có căn cứ hơn và có hiểu biết hơn. Chúng là một phần quan trọng của bộ phận thông tin kinh tế rộng lớn được trải rộng liên tục trong số những người mua và bán chứng khoán và thường tạo ra những mức giá tương đối hợp lý đối với các chứng khoán và trái phiếu trong hầu hết mọi hoàn cảnh. Rõ ràng là những tài liệu xuất bản bởi những dịch vụ tài chính đóng góp thêm vào kho tàng thông tin sẵn có và củng cố thêm cho suy xét về đầu tư của các khách hàng của họ.

Khó có thể đánh giá được các khuyến nghị của họ về các chứng khoán cụ thể. Mỗi dịch vụ đều có quyền được đánh giá một cách riêng biệt, và cách nhận định chỉ có thể được dựa vào một nghiên cứu công phu và tổng quát bao trùm nhiều năm. Theo kinh nghiệm của mình, chúng tôi đã nhận thấy ở họ một thái độ bao trùm mà chúng tôi nghĩ là sẽ làm tổn hại đến cái lẽ ra là công việc tư vấn có ích hơn. Quan điểm chung của họ là một chứng khoán nên được mua nếu triển vọng trong thời gian sắp tới của công ty là thuận lợi, và nên bán đi khi những triển vọng này không mấy thuận lợi - bất kể mức giá hiện tại là thế nào. Một nguyên tắc nồng cạn đến như vậy thường ngăn cản các dịch vụ đưa ra các phân tích sáng suốt mà nhân viên của họ có khả năng làm được - tức là, đánh giá xem một chứng khoán nào đó được định giá quá thấp hay quá cao so với mức giá hiện tại của nó hay không, dưới góc độ sức kiếm lời dài hạn tương lai đã được dự đoán của nó.

Nhà đầu tư thông minh sẽ không thực hiện việc mua và bán của mình chỉ dựa trên cơ sở các lời khuyên nhận được từ một dịch vụ tài chính. Một khi điểm này đã được xác lập, thì vai trò của dịch vụ tài chính sẽ trở nên có ích trong việc cung cấp thông tin và đưa ra các lời khuyên.

Tư vân từ các công ty môi giới Có lẽ khối lượng thông tin và tư vấn lớn nhất đối với công chúng sở hữu chứng khoán là đến từ các công ty môi giới chứng khoán. Đó là các thành viên của sở Giao dịch Chứng khoán New York và các sở giao dịch khác thực hiện các lệnh mua và bán để hưởng một mức hoa hồng tiêu chuẩn. hầu như mọi công ty môi giới cho công chúng đều duy trì một bộ phận "thống kê" hay phân tích, để trả lời các câu hỏi và đưa ra các lời khuyên khác. Một lượng lớn các tư liệu thống kê, trong đó một số rất công phu và tốn kém, được phát hành miễn phí cho các khách hàng (customer) của công ty - được gọi một cách ấn tượng hơn là thân chủ (client).

Có rất nhiều vấn đẻ trong câu hỏi có vẻ ngây thơ rằng "khách hàng" hay "thân chủ" là cái tên gọi đúng hơn. Một công ty kinh doanh thì có khách hàng; một người hay tổ chức hành nghề chuyên nghiệp thì có thân chủ. Khối các công ty môi giới Phố Wall chắc có tiêu chuẩn đạo đức cao nhất của bất cứ ngành nghề kinh doanh nào, nhưng nó vẫn đang dò đường đến những tiêu chuẩn và chỗ đứng của một ngành nghề chuyên nghiệp thực sự[278].

Trong quá khứ, Phố Wall phát đạt chủ yếu nhờ sự đầu cơ, còn các nhà đầu cơ thị trường chứng khoán xét như một giai tăng thì hầu như chắc chắn là bị mất tiền. Do đó, về mặt logic không thể có chuyện các công ty môi giới hoạt động trên một cơ sở hoàn toàn chuyên nghiệp. Để làm như vậy thì họ sẽ phải hướng các nỗ lực của mình tới việc thu nhỏ chứ không phải mở rộng công việc kinh doanh của mình.

Mức xa nhất mà một số công ty môi giới nhất định đã đạt được theo hướng đó - và cũng chỉ thể mong đợi đi tới mức đấy - là tránh lôi kéo hay khuyến khích bất cứ ai đầu cơ. Những công ty môi giới như vậy đã giới hạn mình vào việc thực hiện các chỉ đạo được đưa ra, vào việc cung cấp thông tin và phân tích tài chính, và vào việc cho ý kiến về các lợi thế đầu tư của chứng khoán. Do đó, ít nhất là trên lý thuyết, họ không phải chịu mọi trách nhiệm về lợi nhuận hay thua lỗ của tất cả các khách hàng đầu cơ của họ[279].

Tuy nhiên, hầu hết các công ty giao dịch chứng khoán vẫn gắn bó với các khẩu hiệu cũ rằng họ đang kinh doanh để kiếm hoa hồng và cách để thành công trong kinh doanh là cho khách hàng những gì khách hàng muốn. Vì những khách hàng lời lai nhất muốn có những lời khuyên và gợi ý mang tính đầu cơ nên những ý kiến và hoạt động của một công ty điển hình thường hướng gần tới việc kinh doanh trong khoảng một ngày (day-to-day trading) trên thị trường. Do đó, họ ra sức giúp các khách hàng của mình kiếm tiền trong một lĩnh vực mà khách hàng gần như bị chắc chắn theo định luật toán học là cuối cùng sẽ thua lỗ[280]. Chúng tôi nói vậy nghĩa là phần đầu cơ trong các hoạt động của hầu hết những khách hàng của các công ty môi giới sẽ không thể thu lời trong dài hạn. Nhưng những phần hoạt động nào giống

như đầu tư thật sự sẽ tạo ra lợi nhuận đầu tư cao hơn cả việc bù đắp cho các thua lỗ đầu cơ của họ.

Nhà đầu tư nhận được những tư vấn và thông tin từ những công ty môi giới chứng khoán thông qua hai loại nhân viên, được gọi một cách chính thức là "người môi giới của khách hàng" [customer's broker] (hay "nhân viên điều hành tài khoản" [account executive]) và các nhà phân tích tài chính.

Người môi giới của khách hàng, còn được gọi là "đại diện đã được đăng ký" (registered representative), trước đây có tên kém tồn kính hơn là "người của khách hàng" (customer's man). Ngày nay, anh ta nói chung là một cá nhân có phẩm chất tốt và kiến thức đáng kể về chứng khoán, hoạt động theo những quy tắc ứng xử nghiêm ngặt. Tuy vậy, vì nghề của anh ta là kiếm hoa hồng, anh ta khó có thể tránh khỏi việc suy nghĩ mang tính đầu cơ. Do đó, người mua chứng khoán nào muốn tránh bị ảnh hưởng bởi những nhận định mang tính đầu cơ thường sẽ phải cẩn thận và dứt khoát khi làm việc với người môi giới của mình; anh ta sẽ phải chứng tỏ rõ ràng, qua lời nói và hành động, rằng anh ta không quan tâm tới bất cứ cái gì hơi giống như tiền "boa" kiểu thị trường chứng khoán. Một khi người môi giới của khách hàng hiểu rõ rằng anh ta đang làm việc với một nhà đầu tư thực sự, anh ta sẽ tôn trọng điểm này và hợp tác.

Nhà phân tích tài chính, trước đây chủ yếu được biết đến với tên gọi nhà phân tích chứng khoán, là một người được sự quan tâm đặc biệt của tác giả cuốn sách này, mà bản thân cũng là một nhà phân tích trong hơn năm thập kỷ và đã từng giúp đào tạo vô số những người khác. Tại thời điểm này, chúng tôi chỉ nói đến những nhà phân tích tài chính được thuê bởi các công ty môi giới. Nhiệm vụ của nhà phân tích chứng khoán đã rõ từ cái tên của anh ta. Anh ta là người tạo ra những nghiên cứu chi tiết về những chứng khoán cụ thể, phát triển những so sánh cẩn thận về các phát hành trong cùng một lĩnh vực, và đưa ra ý kiến chuyên nghiệp về độ an toàn hoặc sự hấp dẫn hoặc giá trị thực sự của tất cả các loại cổ phiếu và trái phiếu khác nhau.

Một điều có lẽ là kỳ quặc đối với người ngoài cuộc là không cần phải có thủ tục chính thức nào để trở thành một nhà phân tích chứng khoán. Điều này ngược lại với thực tế là người môi giới của khách hàng phải vượt qua một kỳ kiểm tra, đáp ứng được những kiểm chứng về yêu cầu đối với tính cách, và phải được Sở Giao dịch Chứng khoán New York chính thức chấp nhận và đăng ký. Trên thực tế, hầu hết các nhà phân tích trẻ hơn đều được đào tạo lâu dài ở trường kinh doanh, còn những người già hơn thì cũng nhận được kiến thức tương đương từ trường đời kinh nghiệm. Trong hầu hết các trường hợp, có thể dựa vào công ty môi giới để đảm bảo về trình độ và khả năng của các nhà phân tích của nó[281].

Khách hàng của một công ty môi giới có thể làm việc trực tiếp với các nhà phân tích chứng khoán, hoặc cách liên lạc của anh ta có thể là gián tiếp, thông qua người môi giới của khách hàng. Trong mỗi trường hợp thì nhà phân tích có thể đưa cho khách hàng một lượng lớn thông tin và lời khuyên. Hãy để chúng tôi đưa ra một nhận định mạnh mẽ ở đây. Giá trị của

nhà phân tích chứng khoán đối với nhà đầu tư phụ thuộc rất nhiều vào thái độ của chính nhà đầu tư. Nếu nhà đầu tư hỏi nhà phân tích đúng câu hỏi thì anh ta chắc hẳn sẽ nhận được những câu trả lời đúng - hoặc ít nhất là có giá trị. Chúng tôi tin rằng, các nhà phân tích được các công ty môi giới thuê bị hạn chế khả năng rât lớn bởi cảm giác chung rằng họ cũng phải là các nhà phân tích thị trường. Khi họ được hỏi xem một cổ phiếu thường nào đó có "vững" không, câu hỏi này thường có nghĩa là: "Chứng khoán này liệu có tăng trên thị trường vào những tháng tới không?" Kết quả là nhiều người trong số họ buộc phải phân tích với một mắt hướng vào bảng điện tử ký hiệu chứng khoán - một tư thế không có lợi cho việc suy nghĩ sáng suốt hay các kết luận đáng giá[282].

Trong phần tiếp theo của cuốn sách, chúng tôi sẽ nói tới một số khái niệm và thành tích có thể đạt được của các nhà phân tích chứng khoán. Một lượng lớn các nhà phân tích đang làm việc cho những công ty giao dịch chứng khoán có thể có tầm quan trọng lớn đối với nhà đầu tư ngay thẳng muốn chắc chắn rằng mình nhận được đủ giá trị trên tiền của mình, và có thể là nhiều hơn một chút. Như trong trường hợp của những người môi giới của khách hàng, những gì cần vào ban đàu là sự thông hiểu của nhà phân tích đối với thái độ và mục tiêu của nhà đầu tư. Một khi nhà phân tích tin rằng anh ta đang làm việc với một người có đầu óc thiên về giá trị chứ không phải là đầu óc thiên về giá niêm yết, thì có cơ hội rất tốt rằng những lời khuyên của anh ta sẽ đem đến lợi ích tổng quát thật sự.

Chứng chì CFA cho các nhà phân tích tài chính Một bước tiến quan trọng đạt được vào năm 1963 với việc đưa ra vị thế nghề nghiệp và trách nhiệm cho các nhà phân tích tài chính. Danh hiệu chính thức, nhà tư vấn tài chính được chứng nhận (chartered financial analyst - CFA) giờ đây được trao cho những người hành nghề lâu năm đã vượt qua được các kỳ kiểm tra được yêu cầu và đáp ứng được những phép kiểm định khác về sự phù hợp[283]. Những môn được kiểm tra gồm phân tích chứng khoán và quản lý danh mục đầu tư. Sự tương tự với một danh hiệu nghè nghiệp khác đã được xác lập từ lâu - kiểm toán viên có chứng chỉ hành nghề (certified public accountant - CPA) là rõ ràng và có chủ ý. Cái cơ chế tương đối mới mẻ cho việc cồng nhận và kiểm soát này sẽ được sử dụng để nâng cao tiêu chuẩn của các nhà phân tích tài chính và dãn dãn đặt công việc của họ lên một nen tảng chuyên nghiệp thực sự[284].

Làm việc với các công ty môi giới Một trong những diễn biến đáng lo ngại nhất xảy ra trong giai đoạn mà chúng tôi viết cuốn tái bản này là tình trạng lúng túng về tài chính - nói trắng ra, là sự phá sản hoặc gãn như phá sản - của khá nhiều công ty tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York, trong đó có ít nhất hai công ty với quy mô đáng kể[285]. Đây là lằn đâu tiên trong nửa thế kỷ có chuyện như vậy xảy ra, và nó đáng kinh ngạc vì nhiều lý do. Trong nhiều thập kỷ, Sở Giao dịch Chứng khoán New York đã đi theo hướng kiểm soát sát sao và chặt chẽ hơn đối với các hoạt động và điều kiện tài chính của các thành viên của nó - bao gồm các yêu cầu về vốn tối thiểu, những lần kiểm toán đột xuất, vân vân. Ngoài ra, chúng ta đã có 37 năm mà ủy ban Chứng khoán và Giao dịch kiểm soát các sở giao dịch và các thành viên của chúng. Cuối cùng, chính ngành môi giới chứng khoán đâ hoạt động trong những điều kiện

thuận lợi - tức là, sự tăng khối lượng rất lớn, các mức chi phí hoa hồng cố định tối thiểu (cơ bản loại bỏ các mức phí cạnh tranh), và một số lượng giới hạn các công ty thành viên.

Những rắc rối tài chính đầu tiên của các công ty môi giới (vào năm 1969) được quy cho chính sự tăng khối lượng. Điêu này, như được tuyên bố, đã đánh thuế quá nặng vào cơ sở thiết bị của họ, làm tăng chi phí gián tiếp, và tạo ra nhiều khó khăn trong các thanh toán tài chính. Cần phải chỉ ra rằng đây có lẽ là lần đầu tiên trong lịch sử, các công ty lớn đã bị phá sản vì đã kinh doanh nhiều hơn những gì họ có thể xử lý được. Vào năm 1970, khi những vụ phá sản các công ty mồi giới tăng lên, chúng chủ yếu bị đổ tại việc "giảm khối lượng". Đây là một lời phàn nàn kỳ quặc, khi mà ta nhớ lại rằng doanh số của NYSE năm 1970 lên tới 2.937 triệu cổ phiếu, khối lượng lớn nhất trong lịch sử, và nhiều hơn gấp đôi bất cứ một năm nào trước năm 1965. Trong 15 năm thị trường giá lên kết thúc vào năm 1964, khối lượng hằng năm trung bình "chỉ" có 712 triệu cổ phiếu - một phần tư con số của năm 1970 - nhưng ngành môi giới chứng khoán đã được hưởng sự phát đạt lớn nhất trong lịch sử. Nếu, như ta thấy, các công ty thành viên nói chung đã để chi phí gián tiếp và những phí khác của mình tăng với một mức thậm chí không thể chịu được một sự giảm nho nhỏ khối lượng trong một phần của năm, thì điều này không nói tốt cho sự nhạy bén kinh doanh hay sự thận trọng tài chính của họ.

Giải thích thứ ba về các khó khăn tài chính cuối cùng đã xuất hiện từ trong một đám mây mù giấu giếm, và chúng tôi nghi ngờ rằng nó là lý do đáng tin cậy nhất và quan trọng nhất trong ba lý do. Có vẻ là một phần lớn vốn của một số công ty môi giới nhất định đã được giữ dưới dạng các cổ phiếu thường do các đối tác cá nhân sở hữu. Một số cổ phần trong số này dường như đã có tính đầu cơ cao và được giữ với các giá trị bị thổi phồng. Khi thị trường giảm xuống vào năm 1969, giá niêm yết của những chứng khoán này giảm mạnh và một phần vốn đáng kể của các công ty đã biến mất theo[286]. Thật ra các đối tác môi giới nói trên đã đầu cơ với số vốn lẽ ra được dùng để bảo vệ khách hàng khỏi những rủi ro tài chính thông thường của ngành môi giới, để tạo ra lợi nhuận gấp đôi từ đó. Điêu này là không thể chấp nhận được; chúng tôi sẽ không nói thêm nữa.

Nhà đầu tư nên sử dụng trí thông minh của mình không chỉ để hình thành các phương châm tài chính của mình mà còn trong cả những chi tiết có liên quan, trong đó bao gồm việc lựa chọn một người môi giới uy tín để thực hiện những lệnh của mình. Cho tới giờ đã có đủ lý do để khuyên các bạn đọc chỉ làm việc với người là thành viên của sở Giao dịch Chứng khoán New York, trừ phi anh ta có những lý do bắt buộc để sử dụng một công ty không phải thành viên. Chúng tôi nghĩ những người không có tài khoản bảo chứng (margin account)[287] - trong từ điển của chúng tôi điều này nghĩa là mọi nhà đầu tư không chuyên - nên đề ngân hàng của mình xử lý việc gửi và nhận các chứng khoán của mình. Khi đặt lệnh mua cho những nhà môi giới của mình, bạn có thể yêu cầu họ gửi các chứng khoán đã mua đến ngân hàng theo phương thức giao hàng nhận tiền thanh toán của ngân hàng; ngược lại, khi bán bạn có thể yêu cầu ngân hàng của mình gửi các chứng khoán đến công ty môi giới theo phương thức giao hàng nhận tiền. Những dịch vụ này sẽ tốn thêm một chút chi phí

nhưng chúng rất đáng làm, xét về mặt an toàn và sự yên ổn đầu óc. Lời khuyên này có thể bỏ qua, nếu không còn cần thiết, sau khi nhà đầu tư đã chắc chắn rằng mọi vấn đe về các công ty giao dịch chứng khoán đã được loại bỏ, nhưng không phải trước lúc đấy[288].

Các ngân hàng đầu tư Khái niệm "ngân hàng đẳu tu" (“investment banker") được áp dụng cho một công ty hoạt động với mức độ quan trọng trong việc khởi xướng, bao tiêu và bán các phát hành cổ phiếu và trái phiếu mới. (Bao tiêu có nghĩa là đảm bảo với công ty phát hành, hay một nhà phát hành khác, rằng chứng khoán đó sẽ được bán hết.) Một số các công ty môi giới chứng khoán cũng tiến hành một khối lượng nhất định các hoạt động bao tiêu. Thông thường, điều này được giới hạn vào việc tham gia vào các nhóm bao tiêu được thành lập bởi các ngân hàng đầu tư hàng đầu. Các công ty môi giới còn có xu hướng khởi xướng và đỡ đầu tài trợ cho một ít phát hành mới, đặc biệt là đối với hình thức phát hành nhỏ các cổ phiếu thường khi thị trường giá lên đang mở hết tốc lực.

Nghiệp vụ ngân hàng đầu tư có lẽ là bộ phận đáng kính trọng nhất trong cộng đồng Phố Wall, vì ở đó tài chính đóng một vai trò mang tính chất xây dựng của mình là cung cấp vốn mới để mở rộng ngành công nghiệp. Thật vậy, phần lớn sự biện minh về mặt lý thuyết cho việc duy trì các thị trường chứng khoán hoạt động, bất chấp những sự thái quá có tính đầu cơ thường xuyên của chúng, là ở thực tế các sở giao dịch chứng khoán có tổ chức đã tạo điều kiện cho việc bán trái phiếu và cổ phiếu mới. Nếu các nhà đầu tư hoặc đầu cơ không thể kỳ vọng là sẽ thấy được một thị trường đã sẵn sàng cho một chứng khoán mới được cung ứng cho họ thì họ chắc có lẽ sẽ từ chối mua nó.

Mối quan hệ giữa ngân hàng đầu tư và nhà đầu tư về cơ bản là giống như mối quan hệ giữa nhân viên bán hàng và khách mua hàng triển vọng. Trong nhiều năm qua, một lượng lớn các phát hành mới bằng giá trị đô la bao gồm những phát hành trái phiếu đã được mua chủ yếu bởi các tổ chức tài chính như ngân hàng và các công ty bảo hiểm. Trong lĩnh vực kinh doanh này, những người chuyên bán chứng khoán đã phải làm việc với những người mua sắc sảo và có kinh nghiệm. Do đó, bất cứ lời khuyên nào mà các ngân hàng đầu tư đưa cho các khách hàng này đều phải qua được sự xem xét một cách cẩn thận và đầy hoài nghi. Vì thế mà những giao dịch này hầu như luôn được thực hiện trên cơ sở mang tính kinh doanh.

Nhưng có tình huống khác trong mối quan hệ giữa người mua chứng khoán cá nhân và các công ty thực hiện nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, kể cả các công ty môi giới chứng khoán đóng vai trò bao tiêu, ờ đây, người mua thường ít kinh nghiệm và ít sắc sảo. Anh ta dễ bị tác động bởi những gì nhân viên bán hàng bảo anh ta, đặc biệt là với trường hợp các phát hành cổ phiếu thường, vì mong muốn không nói ra của anh ta thường là mua chủ yếu để kiếm tiền nhanh. Kết quả của tất cả những điều này là sự bảo vệ nhà đầu tư công chúng không nằm ở tài năng của chính bản thân tài cán của anh ta, mà ở sự cẩn trọng và đạo đức của các công ty cung ứng chứng khoán[289].

Việc các công ty bao tiêu có thể kết hợp khá tốt những vai trò trái ngược nhau của một nhà tư vấn và một nhân viên bán hàng là một chỉ báo cho sự trung thực và trình độ của các công

ty đó. Nhưng sẽ là bất cần nếu người mua tin rằng mình có thể phó thác bản thân cho sự đánh giá của nhân viên bán. Vào năm 1959, chúng tôi đã tuyên bố về điểm này: "Những kết quả xấu của thái độ thiếu sáng suốt này đã liên tục xảy ra trong lĩnh vực bao tiêu và có tác động đáng kể tới việc bán các phát hành cổ phiếu thường mới trong những thời kỳ có sự đầu cơ mạnh." ít lâu sau đó, lời cảnh báo này đã chứng tỏ được tính khẩn thiết của nó. Như đã được chỉ ra, những năm 1960-61, và một lần nữa là những năm 1968-69 được đánh dấu bởi sự tràn lan chưa từng có của các phát hành chất lượng kém nhất, được bán cho công chúng ở các mức giá bán cao đến ngớ ngẩn, và trong nhiều trường hợp đã bị đẩy cao hơn nữa bởi sự đầu cơ vô lương tâm và nửa thao túng. Một số các công ty lớn ở Phố Wall đã tham gia ở một mức độ nào đó vào những hoạt động đáng chê trách này, điều này cho thấy là sự kết hợp quen thuộc của lòng tham, sự dại dột và vô trách nhiệm đã không được loại trừ ra khỏi lĩnh vực tài chính.

Nhà đầu tư thông minh sẽ để ý đễn các lời tưvẫn và lời khuyên mà anh ta nhận được từ những ngân hàng đầu tư, đặc biệt những công ty mà anh ta biết là có danh tiếng tốt; nhưng anh ta phải đem sự đánh giá sáng suốt và độc lập - hoặc của chính mình, nẽu anh ta có khả năng, hoặc của một nhà tưvẫn khác - vào việc xem xét các lời khuyên này[290].

Các nhà tir vấn khác Một tập tục cũ và hay, đặc biệt là ở những thị trấn nhỏ, là tham khảo ý kiến của ngân hàng địa phương mình về các đầu tư. Một chủ ngân hàng thương mại có thể không phải là một chuyên gia tỉ mỉ về giá trị chứng khoán, nhưng anh ta có kinh nghiệm và thận trọng. Anh ta đặc biệt có ích đối với nhà đâu tư không thành thạo, người thường bị cám dỗ rời bồ khỏi con đường thẳng và không lý thú của phương châm phòng vệ, nên cần một ảnh hưởng điềm tĩnh của một đầu óc thận trọng. Còn một nhà đầu tư lanh lợi và xông xáo hơn, khi tìm kiếm một nhà tư vấn trong việc lựa chọn các chứng khoán giá hời, thường là sẽ không thấy những quan điểm của ngân hàng thương mại đặc biệt thích hợp với mục tiêu của anh ta[291].

Chúng tôi có thái độ khắt khe hơn đối với tập tục phổ biến hỏi lời khuyên đầu tư từ người thân hoặc bạn bè. Người hỏi luôn nghĩ rằng mình có lý do tốt để cho rằng người mà anh ta hồi có kiến thức hoặc kinh nghiệm hơn hẳn mình. Quan sát của riêng chúng tôi cho thấy là việc chọn được những người tư vấn không chuyên tốt cũng khó như việc chọn các chứng khoán tốt mà không có sự giúp đờ. Nhiêu lời khuyên xấu thường được cho không.

Tóm tắt Những nhà đầu tư nào sẵn sàng trả phí cho việc quản lý các quỹ của mình nên chọn một cách thông minh một số công ty tư vấn đầu tư đã được xác lập và được giới thiệu tốt. Theo cách khác, họ có thể sử dụng bộ phận đầu tư của một công ty ủy thác lớn hoặc dịch vụ giám sát có tính phí mà một vài công ty của sở Giao dịch Chứng khoán New York đưa ra. Các kết quả mong đợi không có gì là xuất sắc, nhưng chúng cũng tương đương với các kết quả của một nhà đầu tư trung bình có hiểu biết tốt và thận trọng.

Hầu hết những người mua chứng khoán có được lời khuyên mà không phải trả tiền riêng cho nó. Vậy nên, cũng là hợp lý khi mà trong hầu hết các trường hợp, họ không có quyền được

nhận và không nên mong đợi các mức kết quả cao hơn trung bình. Họ nên cẩn thận với tất cả những người đã hứa hẹn sẽ mang lại các mức thu nhập và lợi nhuận ngoạn mục, dù là các nhà môi giới của khách hàng hay nhân viên bán chứng khoán. Điều này áp dụng cho cả việc chọn lọc chứng khoán và việc hướng dẫn về nghệ thuật kinh doanh khó nắm bắt (và có lẽ là ảo tưởng) trên thị trường.

Các nhà đầu tư phòng vệ, như chúng tôi đã định nghĩa, thường sẽ không được trang bị để thực hiện các đánh giá độc lập đối với những lời khuyên về chứng khoán mà các nhà tư vấn của họ đưa ra. Nhưng họ có thể dứt khoát - và thậm chí liên tục làm vậy - trong việc khẳng định loại chứng khoán mà họ muốn mua. Nếu họ làm theo chỉ dẫn của chúng tôi, họ sẽ tự giới hạn mình trong phạm vi các trái phiếu cấp cao và cổ phiếu thường của các công ty hàng đầu, tốt nhất là những chứng khoán có thể mua với mức giá cụ thể không cao xét theo kinh nghiệm và sự phân tích. Nhà phân tích chứng khoán của bất cứ công ty giao dịch chứng khoán uy tín nào cũng đều có thể lập một danh sách những cổ phiếu thường như vậy và có thể chứng minh cho nhà đầu tư xem mức giá hiện tại có thuộc loại bảo toàn một cách thích hợp hay không, theo đánh giá qua kinh nghiệm quá khứ.

Nhà đầu tư xông xáo thường sẽ làm việc theo cách chủ động hợp tác với các cố vấn của mình. Anh ta sẽ muốn họ giải thích chi tiết các lời khuyên của mình, và anh ta sẽ nhất quyết đưa ra nhận định của riêng mình đối với các lời khuyên đó. Điều này có nghĩa là nhà đầu tư sẽ hướng các kỳ vọng của mình và tính chất của các hoạt động chứng khoán của mình vào việc phát triển kiến thức và kinh nghiệm của chính mình trong lĩnh vực này. Chỉ trong trường hợp ngoại lệ, khi mà sự chính trực và trình độ của các nhà tư vấn đã được chứng minh rõ ràng, nhà đầu tư mới nên hành động dựa trên lời khuyên của người khác mà không cần hiểu và chấp thuận quyết định đã đưa ra.

Luôn luôn có những nhân viên bán chứng khoán vô nguyên tắc và các công ty môi giới chứng khoán không đáng tin cậy, và - như một lẽ tất nhiên - chúng tôi đã khuyên bạn đọc của mình giới hạn các giao dịch của mình, nếu có thể, trong phạm vi các thành viên của sở Giao dịch Chứng khoán New York. Nhưng chúng tôi cũng miễn cưỡng phải nói thêm một lời khuyên cực kỳ cẩn trọng rằng những lần giao dịch và thanh toán chứng khoán của nhà đầu tư nên được thực hiện thông qua trung gian là ngân hàng của nhà đầu tư. Bức tranh đáng lo ngại về các công ty môi giới Phố Wall sẽ thể sẽ tan biến hoàn toàn trong một vài năm, nhưng vào cuối năm 1971, chúng tôi vẫn khuyên

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 10 Tôi cảm thấy biết ơn cô gái người Miletus: khi thấy nhà triết học Thales liên tục sử dụng thời gian của mình vào việc nghiên cứu vòm trời và luôn hướng mắt lên trên, cô đã đặt một vật nào đó trên đường đi của ông khiến ông vấp, để cảnh báo ông rằng lúc để ông suy tư về những thứ trên mây là sau khi ông đã thấy những thứ dưới chân mình. Thực vậy, cô đã cho nhà triết lý ấy lời khuyên tốt, đó là nên nhìn mình chứ đừng nhìn lên trời.

- Michel de Montaigne BẠN CÓ CẦN GIÚP Đỡ KHÔNG?

Vào những ngày vinh quang cuối những năm 1990, nhiều nhà đàu tư đã chọn cách đi một mình. Bằng cách tự thực hiện các nghiên cứu của mình, tự chọn chứng khoán, và đặt các giao dịch của mình qua một nhà môi giới trực tuyến, các nhà đầu tư này đã vượt qua cơ sở hạ tằng nghiên cứu, tư vấn và giao dịch rất đắt đỏ của Phố Wall. Không may thay, nhiều người tự tay làm lấy đã tuyên bố sự độc lập của mình ngay trước thị trường giá xuống tệ nhất kể từ lằn Đại Suy thoái - khiến họ cảm thấy rốt cuộc mình là những kẻ ngốc vì đã đi một mình. Điêu này không hẳn là đúng, tất nhiên; những người đã giao phó mọi quyết định cho một nhà môi giới truyền thống cũng đã mất tiền.

Song nhiều nhà đầu tư thực sự cảm thấy yên tâm từ kinh nghiệm, suy xét và ý kiến thứ hai mà một nhà tư vấn tài chính tốt có thể cung cấp. Một số nhà đầu tư có thể cần một người ngoài đề cho họ thấy là họ cần đạt mức tỷ suất lợi nhuận nào đối với các đầu tư của mình, hay họ cần tiết kiệm thêm bao nhiêu tiền để đạt được những mục đích tài chính của mình. Những người khác có thể chỉ đơn giản là được lợi từ việc có một người nào đó để đổ tại khi những khoản đầu tư của họ thất bại; cách đó, thay vì tự đánh mình trong nỗi đau của sự tự ti, bạn được trách móc một người khác, một người thường có thể tự biện minh cho mình và đồng thời động viên bạn. Điều này có thể đúng là sự bồi bổ tâm lý mà bạn đang cần để tiếp tục đầu tư đều đặn vào lúc mà trái tim những nhà đầu tư khác đang yếu ớt. Gì thì gì, cũng giống như việc không có lý do gì mà bạn lại không thể tự quản lý danh mục đầu tư của mình, thì cũng chẳng có gì đáng xấu hổ trong việc tìm kiếm sự giúp đỡ chuyên nghiệp trong việc quản lý nó[292].

Làm thế nào để bạn biết bạn cần một bàn tay giúp đỡ? Đây là một số dấu hiệu:

Thua lỗ nặng. Nếu danh mục đầu tư của bạn mất hơn 40% giá trị của nó từ đầu năm 2000 đến cuối năm 2002 thì hoạt động của bạn còn tệ hơn cả sự hoạt động tồi tệ của thị trường. Không quan trọng là bạn đã thất bại vì lười biếng, hay bất cần, hay chỉ là không may mắn; sau một mức thua lỗ lớn như vậy, danh mục đầu tư của bạn đang kêu cứu đấy.

Ngân quỹ thủng. Nếu bạn liên tục phải vật lộn để kiếm ăn, không biết tiền mình đi đâu mất, bạn thấy không thể nào tiết kiệm với một kế hoạch định kỳ, và thường xuyên không trả được hóa đơn của mình đúng hạn, thì tài chính của bạn đang vượt ra ngoài tầm kiểm soát. Một nhà tư vấn có thể giúp bạn kiểm soát được tiền của mình bằng cách thiết kế một kế hoạch tài

chính toàn diện, nó sẽ phác thảo ra việc bạn nên chi tiêu, vay nợ, tiết kiệm và đầu tư như thế nào, và bao nhiêu.

Các danh mục đầu tư hỗn loạn. Quá nhiều nhà đầu tư đã nghĩ mình được đa dạng hóa vào cuối những năm 1990 vì họ sở hữu 39 chứng khoán Internet "khác nhau", hoặc bảy quỹ chứng khoán tăng trưởng Mỹ "khác nhau". Nhưng điều này cũng giống như nghĩ rằng một dàn đồng ca toàn giọng cao có thể hát bài "Con sông của người già" hay hơn một ca sĩ đơn ca giọng cao. Cho dù bạn thêm bao nhiêu giọng cao vào nữa, dàn đồng ca đó cũng sẽ không bao giờ có thể đạt được tất cả những nốt thấp cho đến khi có một vài giọng thấp tham gia nhóm. Tương tự như vậy, nếu tất cả các cổ phần của bạn đi lên và đi xuống cùng lúc với nhau thì bạn thiếu sự hài hòa đầu tư mà sự đa dạng hóa đích thực đem tới. Một kế hoạch "phân bổ tài sản" chuyên nghiệp có thể giúp bạn.

Những thay đổi lớn. Nếu bạn tự kinh doanh và cần lập ra một kế hoạch nghỉ hưu, hay cha mẹ già của bạn không giữ được các nguồn tài chính của mình theo quy củ, hay việc trả tiền cho con bạn vào đại học có vẻ bất khả thi, thì một nhà tư vấn không chỉ cho bạn sự yên lòng mà còn giúp bạn cải thiện thực sự chất lượng cuộc sống của bạn. Hơn thế nữa, một cố vấn chuyên nghiệp được chứng nhận có thể đảm bảo rằng bạn sẽ thu lợi từ, và tuân theo, các luật thuế và luật nghỉ hưu vô cùng phức tạp.

TIN TƯỞNG, SAU ĐÓ KIỂM CHỨNG Hãy nhớ rằng những kẻ lừa đảo tài chính phát triển nhờ việc thuyết phục bạn tin tưởng vào họ và để bạn không tìm hiểu về họ. Trước khi bạn đặt tương lai tài chính của mình vào tay một cố vấn, điều tối cần thiết là bạn tìm thấy một người không chỉ khiến bạn cảm thấy thoải mái mà còn là một người trung thực tuyệt đối. Như Ronald Reagan từng nói: "Hẫy tin tưởng, sau đó hãy kiếm chứng." Hãy bắt đầu bằng việc nghĩ tới một loạt những người bạn biết rõ nhất và tin tưởng nhất. Rồi hãy hỏi họ xem họ có thể chỉ bạn đến một nhà tư vấn mà họ tin tưởng và là người mà họ cảm thấy là đem đến giá trị tốt với mức phí của mình. Một phiếu tin tưởng từ một người bạn ngưỡng mộ là một khởi đầu tốt[293].

Một khi bạn đã có được tên của một nhà tư vấn và công ty của anh ta, cũng như chuyên ngành của anh ta - liệu anh ta có phải là nhà môi giới chứng khoán? nhà hoạch định tài chính? kế toán viên? hay nhân viên bảo hiểm? - thì bạn có thể bắt đầu đánh giá chi tiết (due diligence). Điền tên của nhà tư vấn và công ty của người đó vào trong một trang tìm kiếm Internet như Google để xem có gì hiện lên không (hẫy nhìn xem có những từ như "tiền phạt," "lời phàn nàn," "vụ kiện," "xét kỷ luật," hay "tạm đình chỉ công tác"). Nếu nhà tư vấn là một nhà môi giới chứng khoán hay nhân viên bảo hiểm thì bạn hãy liên hệ với văn phòng ủy ban chứng khoán của bang bạn (có một danh sách các đường dẫn trực tuyến tiện lợi tại www.nasaa.org) để hỏi xem có vụ kỷ luật hay lời phàn nàn nào của khách hàng được lưu với nhà tư vấn đó[294]. Nếu bạn đang xem xét một kế toán viên đồng thời làm nhà tư vấn tài chính thì những nhà quản lý điều hành kế toán của bang bạn (mà bạn có thể tìm thấy qua

Hiệp hội Quốc gia các Ban Kế toán tiểu bang có tại www.nasba.org) sẽ cho bạn biết rằng hồ sơ của người đó có trong sạch hay không.

Những nhà hoạch định tài chính (hoặc các công ty của họ) phải đăng ký với ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ hoặc các nhà quản lý điều hành chứng khoán trong tiểu bang mà họ làm việc. Một phần của việc đăng ký là nhà tư vấn phải nộp một văn bản hai phần gọi là Form (Biểu mẫu) ADV. Bạn có thể xem và tải chúng về từ www.advisorinfo.sec.gov, WWW.iard.com, hoặc trang web của các nhân viên điều hành chứng khoán của bang bạn. Hãy đặc biệt chú ý tới phần Disclosure Reporting Pages, tại đó nhà tư vấn phải ghi hết những vụ kỷ luật do các nhà điều hành đưa ra. (Vì có những nhà tư vấn thiếu trung thực đã từng loại bỏ những trang đó ra trước khi đưa hồ sơ ADV cho khách hàng tiềm năng, bạn nên tự mình lấy một bản đãy đủ.) Cũng là một ý tốt khi bạn kiểm chứng chéo hồ sơ của một nhà hoạch định tài chính tại www.cfp-board.org, vì một số nhà hoạch định được đào tạo ngoài bang nhà của họ có thể sẽ lọt qua những kẽ hở của quy tắc quản lý. Để có thêm những lời khuyên về đánh giá chi tiết, hãy xem phần đóng khung bên dưới.

NHỮNG Từ CÁNH BÁO Sự cần thiết của đánh giá chi tiết không dừng lại một khi bạn thuê được một nhà tư vấn. Melanie Senter Lubin, thanh tra chứng khoán của bang Maryland, khuyên bạn cảnh giác với những từ và câu có thể đem tới rắc rối. Nếu nhà tư vấn của bạn cứ nói những từ đó - hoặc vặn tay bạn, bảo làm những thứ mà bạn không thoải mái - "thì bạn hãy liên lạc với các nhà chức trách thật nhanh," Lubin cảnh báo. Dưới đây là dạng biệt ngữ làm người ta phải ấn chuông báo động:

HIẾU MÌNH Một tờ nhật báo hoạch định tài chính hàng đầu gần đây đã hỏi vài chục nhà tư vấn cho biết những suy nghĩ của họ về cách bạn nên phỏng vấn họ[295]. Khi phỏng vấn một nhà tư vấn, các mục tiêu của bạn nên là:

• xác định xem người đó có quan tâm tới việc giúp đỡ khách hàng hay không, hay họ chỉ đang làm ra vẻ như vậy • xác định xem người đó có hiểu những nguyên tắc đầu tư cơ bản như được phác thảo trong cuốn sách này • đánh giá xem người đó có được đào tạo, huấn luyện kỹ lưỡng và có đủ kinh nghiệm để giúp bạn không.

Đây là một số câu hỏi mà các nhà hoạch định tài chính giỏi đã khuyên bất cứ khách hàng tương lai nào cần phải hỏi:

Tại sao ông lại vào ngành này? Tuyên bố về sứ mạng của công ty của ông là gì? Ngoài đồng hồ báo thức ra, điều gì giúp ông thức dậy mỗi ngày?

Triết lý đầu tư của ông là gì? ống sử dụng quỹ chứng khoán hay quỹ tương hỗ? ông có sử dụng phân tích kỹ thuật không? ồng có dùng việc xác định thời điểm thị trường không? (Câu trả lời "có" với bất cứ câu nào trong hai câu hỏi cuối cùng sẽ là tín hiệu "không" đối với bạn.) Ồng có tập trung hoàn toàn vào việc quản lý tài sản, hay ông còn cố vấn về thuế, bất động sản và hoạch định nghỉ hưu, quản lý ngân sách và nợ, và bảo hiểm? Học vấn, kinh

nghiệm và chứng chỉ của ông chứng nhận thế nào cho việc ông đưa ra các lời khuyên tài chính như thế này?[296] Những khách hàng của ông thường có nhu cầu gì chung? Ông sẽ giúp tôi đạt được những mục tiêu của mình như thế nào? ông sẽ theo dõi và báo cáo tiến trình của tôi thế nào? ông có thể cung cấp một danh sách kiểm tra mà tôi có thể dùng để theo dõi sự thực hiện bất cứ kế hoạch tài chính nào mà chúng ta lập ra?

Ồng chọn những khoản đầu tư như thế nào? ông nghĩ rằng phương pháp đầu tư nào là thành công nhất, và bằng chứng nào ông có thể chỉ cho tôi thấy rằng ông đã đem tới sự thành công như vậy cho khách hàng của mình? ông sẽ làm gì nếu một mục đầu tư đã hoạt động kém trong cả một năm? (Bất cứ nhà tư vấn nào trả lời là "bán" sẽ không đáng thuê).

Ồng, khi khuyên về các khoản đầu tư, có bao giờ nhận bất cứ dạng hoa hồng nào từ bên thứ ba không? Tại sao có hay tại sao không? Trong những hoàn cảnh nào? Ông ước tính rằng tôi sẽ trả phí cho dịch vụ của ông bao nhiêu một năm, tính bằng đô la cụ thể? Điều gì sẽ khiến con số đó đi lên hoặc đi xuống sau một thời gian? (Nếu các chi phí ngốn hơn 1% các tài sản của bạn một năm, thì bạn nên đi tìm một nhà tư vấn khác[297].) Ồng có bao nhiêu khách hàng, và ông liên lạc với họ thường xuyên đến mức nào? Thành tích đáng tự hào nhất của ông cho một khách hàng là gì? Những khách hàng ông ưa thích nhất có phẩm chất chung gì? Kinh nghiệm tồi tệ nhất mà ông có với một khách hàng là gì, và ông đã xử lý nó thế nào? Điều gì quyết định xem khách hàng của ông sẽ được nói chuyện với ông hay nói với các nhân viên hỗ trợ của ông? Những khách hàng của ông thường gắn bó với ông trong bao nhiêu lâu?

Tôi có thể xem bản công bố tài khoản mẫu được không? (Nếu bạn không hiểu nó thì hãy đề nghị nhà tư vấn giải thích nó. Nếu bạn không thể hiểu được lời giải thích của ông ta, ông ta không phải người dành cho bạn.) Ồng có coi mình là thành công về mặt tài chính không? Tại sao? ồng định nghĩa thành công tài chính như thế nào?

Ồng nghĩ mức tỷ suất lợi nhuận trung bình hằng năm cao tới mức nào là chấp nhận được với đầu tư của tôi? (Bất cứ mức nào từ trên 8% đến 10% là không thực tế.) Ồng sẽ cung cấp cho tôi bản lý lịch và biểu mẫu ADV của ông, với ít nhất ba giấy chứng nhận chứ? (Nếu nhà tư vấn hoặc công ty ông ta được yêu cầu lưu giữ một bản ADV, mà ông ta không chịu cung cấp cho bạn một bản, hãy đứng lên và đi về - và giữ một tay trên ví khi bạn đi.) Ồng đã từng bị một lời phàn nàn nào chưa? Tại sao khách hàng cuối cùng sa thải ông lại làm vậy?

ĐÁNH BẠI KẺ THÙ LỚN NHẤT CỦA CHÍNH BẠN Cuối cùng, hãy nhớ rằng những nhà tư vấn tài chính vĩ đại không mọc ra từ trên cây. Thông thường, những người giỏi đã có đủ khách hàng để quản lý -và sẽ chỉ sẵn sàng nhận bạn nếu bạn có vẻ hợp. Nên họ cũng sẽ hỏi bạn một số câu hỏi khó, có thể gồm:

Tại sao bạn lại cảm thấy là bạn cần một nhà tư vấn tài chính?

Các mục tiêu dài hạn của bạn là gì?

Thất vọng lớn nhất của bạn khi làm việc với các nhà tư vấn khác là gì (bao gồm cả bạn)?

Bạn có một ngân quỹ không? Bạn có sống trong phạm vi những gì mình có không? Bạn chi tiêu bao nhiêu phần trăm tài sản của mình một năm?

Khi chúng ta nhìn lại sau một năm, thì tôi sẽ phải đạt được những gì để bạn có thể hài lòng với sự phát triển của mình?

Bạn giải quyết các mối bất hòa hay mâu thuẫn thế nào?

Bạn phản ứng về mặt tâm lý thế nào với thị trường giá xuống bắt đầu vào năm 2002?

Những nỗi lo sợ tài chính xấu nhất của bạn là gì? Các hy vọng tài chính lớn nhất của bạn là gì?

Bạn cho rằng mức sinh lợi nào là hợp lý với các đầu tư của mình? (Hãy trả lời dựa vào chương 3)ữ Một nhà tư vấn mà không hỏi những câu hỏi như thế - và người nào không thể hiện đủ sự quan tâm tới bạn để linh cảm những câu hỏi khác mà bạn xem là đúng - thì không phải là một người hợp với bạn.

Trên hết, bạn nên đủ tin tưởng nhà tư vấn của mình đề cho phép ông ta hoặc bà ta bảo vệ bạn khỏi kẻ thù lớn nhất của bạn - đó chính là bạn. "Bạn thuê một nhà tư vấn," nhà bình luận Nick Murray giải thích, "không phải để quản lý tiền mà là để quản lý bạn."

"Nếu nhà tư vấn là một tuyến phòng thủ giữa bạn và những xu hướng bốc đồng tệ hại nhất của bạn," nhà phân tích và hoạch định tài chính Robert Veres nói, "thì ông ta hoặc bà ta nên tạo lập những hệ thống giúp cả hai người kiểm soát chúng." Trong các hệ thống này có:

• một kế hoạch tài chính toàn diện phác thảo cách bạn sẽ kiếm, tiết kiệm, tiêu, vay và đầu tư tiền của mình,ễ • một bản tuyên bô phương châm đầu tư giải thích phương thức đầu tư cơ bản của bạn; • một kế hoạch phân bổ tài sản nêu chi tiết số tiền mà bạn sẽ giữ trong mỗi mục đầu tư khác nhau.

Chúng là những viên gạch để làm nền tảng tạo ra những kế hoạch tài chính tốt, và chúng nên được tạo ra cùng nhau - bởi bạn và nhà tư vấn của bạn - thay vì được áp đặt một phía. Bạn không nên đầu tư một đồng nào hay ra một quyết định nào cho tới khi bạn hài lòng rằng các nên tảng này đã đặt đúng chỗ và đúng theo những nguyện vọng của bạn.

CHƯƠNG 11 Phân tích chứng khoán đôi với nhà đầu tư không chuyên: cách tiếp cận chung Phân tích tài chính giờ đây là một nghè, hay nửa nghè, vững chắc và phát đạt. Các hội khác nhau của các nhà phân tích đã tạo thành Liên đoàn Quốc gia các Nhà phân tích Tài chính với trên 13.000 thành viên, mà phần lớn trong số đó kiếm sống từ ngành hoạt động trí não này. Các nhà phân tích tài chính có giáo trình, có bộ luật quy tắc đạo đức ứng xử, và có tạp chí ra hằng quý[298]. Họ cũng có những vấn đề chưa được giải quyết của mình. Trong những năm gần đây có xuất hiện xu hướng thay thế khái niệm chung "phân tích chứng khoán" bằng khái niệm "phân tích tài chính". Cụm từ sau có hàm ý rộng hơn và phù hợp hơn để mô tả công việc của những nhà phân tích thâm niên nhất tại Phố Wall. Có lẽ nên nghĩ về phân tích chứng khoán như là giới hạn chủ yếu vào việc kiểm tra và đánh giá các cổ phiếu và trái phiếu, trong khi đó phân tích tài chính bao gồm cả công việc đó, cộng với việc xác định phương châm đầu tư (lựa chọn danh mục đầu tư), cộng với một số lượng lớn các phân tích kinh tế tổng quát[299]. Trong chương này, chúng tôi sẽ sử dụng bất kỳ danh hiệu nào phù hợp nhất, với trọng tâm chính là về công việc của nhà phân tích chứng khoán đích thực.

Nhà phân tích chứng khoán phân tích quá khứ, hiện tại và tương lai của bất kỳ một phát hành chứng khoán nào. Anh ta mô tả một doanh nghiệp; anh ta tổng kết các kết quả hoạt động và vị thế tài chính của doanh nghiệp; anh ta nêu lên những điểm mạnh và yếu của doanh nghiệp, các cơ hội và rủi ro của doanh nghiệp; anh ta ước tính sức kiếm lời tương lai của doanh nghiệp theo những giả định khác nhau, hoặc theo "ước đoán tốt nhất". Anh ta đưa ra các so sánh chi tiết giữa các công ty hoặc của cùng công ty vào những thời điểm khác nhau. Cuối cùng, anh ta đưa ra ý kiến về sự an toàn của phát hành chứng khoán, nếu đó là một trái phiếu hay một cổ phiếu ưu đãi cấp đầu tư (investment-grade preferred stock)[300]f hay về độ hấp dẫn xét theo tiêu chí một khoản mua, nếu đó là cổ phiếu thường.

Để thực hiện tất cả công việc đó, nhà phân tích chứng khoán sử dụng một loạt kỹ thuật, từ đơn giản nhất đến phức tạp nhất. Anh ta có thể biến đổi khá nhiều con số trong báo cáo hằng năm của công ty, ngay cả khi các báo cáo đó đã có xác nhận thiêng liêng của kiểm toán viên có chứng chỉ hành nghề (CPA). Anh ta đặc biệt lưu ý tìm kiếm các mục trong các báo cáo đó mà có thể cho thấy tình hình tốt hơn nhiều hay tệ hơn nhiều so với những gì được nêu.

Nhà nghiên cứu chứng khoán phát triển và ứng dụng các tiêu chuẩn an toàn, theo đó chúng ta có thể kết luận là liệu một trái phiếu nào đó hoặc một cổ phiếu ưu đãi được cho là khá tốt để mua nhằm đầu tư hay không. Các tiêu chuẩn này liên quan trước hết đến lợi nhuận trung bình trong quá khứ, song chúng cũng liên quan đến cơ cấu vốn, vốn lưu động, giá trị tài sản và các vấn đề khác.

Khi phân tích các cổ phiếu thường, nhà phân tích chứng khoán cho đến tận gần đây cũng rất hiếm khi áp dụng các tiêu chuẩn về giá trị được xác định một cách rõ ràng như các tiêu chuẩn về an toàn đối với các trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi. Hầu hết thời gian anh ta phải tự hài lòng với bản tóm tắt về các kết quả hoạt động trong quá khứ, với dự báo ít nhiều mang tính tổng quát về tương lai - có sự đặc biệt nhấn mạnh vào 12 tháng tới - và một kết luận có

tính chủ quan. Bản kết luận đó thường đã, và vẫn đang được rút ra với một con mắt nhìn lên bảng chỉ thị chứng khoán hoặc biểu đồ thị trường. Tuy nhiên, trong mấy năm gãn đây, hầu hết sự chú ý của các nhà phân tích thực hành tập trung vào vấn đề định giá các chứng khoán tăng trưởng. Nhiều chứng khoán trong số này được bán với giá cao so với lợi nhuận quá khứ và hiện tại đến mức mà những người giới thiệu chúng cảm thấy có một trách nhiệm đặc biệt phải lý giải việc mua chúng bằng những dự đoán tương đối xác định về lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai tương đối xa. Một số kỹ thuật toán học nhất định thuộc loại tương đối phức tạp tất yếu đã được sử dụng để hỗ trợ các đánh giá được đưa ra.

Chúng tôi sẽ phân tích các kỹ thuật, dưới dạng rút gọn, hơi muộn một chút sau này. Tuy nhiên, chúng tôi cãn phải chỉ ra một nghịch lý rắc rối ở đây, đó là các đánh giá toán học đã trở nên phổ biến nhất ở những nơi nào mà người ta có thể xem chúng là ít tin cậy nhất. Bởi vì việc định giá càng phụ thuộc vào các dự đoán về tương lai bao nhiêu - và càng ít gắn với con số thể hiện hiệu quả trong quá khứ - thì nó càng trở nên dễ bị tổn thương vì các tính toán nhầm có thể xảy ra và sai sót nghiêm trọng. Một phần đáng kể trong giá trị được xác định đối với một chứng khoán tăng trưởng có hệ số nhân cao được rút ra từ các phép chiếu (dự tính) tới tương lai, mà các dự tính đó có sự khác biệt khá lớn so với hiệu quả hoạt động trong quá khứ - có lẽ chỉ trừ chính tốc độ tăng trưởng. Như vậy, có thể nói là nhà phân tích chứng khoán ngày nay tự thấy mình buộc phải trở nên mang tính toán học và "khoa học" nhất trong những tình huống làm họ phải thích ứng một cách ít thuận lợi nhất đối với việc xử lý chính xác[301].

Mặc dù vậy, cho phép chúng tôi tiếp tục cuộc thảo luận về các yếu tố và kỹ thuật quan trọng nhất của phân tích chứng khoán. Cách xử lý tập trung cao độ hiện tại là nhằm vào nhu cầu của nhà đầu tư không chuyên nghiệp. ít nhất anh ta cũng phải hiểu được là nhà phân tích chứng khoán đang nói về cái gì và đi đến đâu; ngoài ra, anh ta cũng cần được trang bị, nếu có thể, để phân biệt được giữa phân tích hời hợt và phân tích cần thận.

Phân tích chứng khoán cho nhà đầu tư không chuyên nghiệp được cho là bắt đầu từ việc diễn giải báo cáo tài chính hằng năm của công ty. Đây là vấn đề mà chúng tôi đã nêu trong một cuốn sách riêng cho các nhà đầu tư không chuyên mang tên The Interpretation of Financial Statements (Diễn giải các báo cáo tài chính)[302]. Chúng tôi thấy xem xét lại chi tiết toàn bộ vấn đè đó trong chương này là không cẫn thiết và không thích hợp, đặc biệt là do trọng tâm của cuốn sách này nói về các nguyên tắc và các quan điểm chứ không phải nói về thông tin và mô tả. Cho phép chúng tôi đi tiếp đến hai câu hỏi cơ bản liên quan đến việc lựa chọn đầu tư. Các phép kiểm định sơ bộ về sự an toàn của một trái phiếu công ty hoặc một cổ phiếu ưu đãi là gì? Các nhân tố nào là chủ yếu trong việc định giá một cổ phiếu thông thường?

Phân tích trái phiếu Bộ phận đáng tin cậy nhất và do vậy đáng kính trọng nhất của phân tích chứng khoán liên quan đến tính an toàn, hay chất lượng, của các trái phiếu phát hành và các cổ phiếu ưu đãi cấp đầu tư. Tiêu chuẩn chính được sử dụng cho các trái phiếu công ty là số lần (hệ số nhân) mà lợi nhuận có được trong một số năm của quá khứ bù đắp tổng chi phí

tiền trả lai. Trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi, đó là số lần (hệ số nhân) bù đắp của lãi trái phiếu và cổ tức ưu đãi cộng lại so với chi phí tiền trả lãi.

Các tiêu chuẩn chính xác được áp dụng sẽ thay đổi tùy theo các chuyên gia khác nhau. Do các phép kiểm định về cơ bản là mang tính chủ quan, nên không có cách nào xác định chính xác được đâu là các tiêu chuẩn phù hợp nhất. Trong lần xuất bản năm 1961 cuốn sách giáo trình Security Analysis của chúng tôi, chúng tôi khuyến nghị một số tiêu chuẩn "bù đắp" nhất định, được nêu trong bảng 11 -1 .[303] BẢNG 11-1: Mức "bù đắp" tối thiểu được khuyến nghị đối với trái phiếu và các chứng khoán ưu đãi

A. Đối với các trái phiếu có cấp độ đầu tư

Tỷ số tối thiểu của lợi tức trên tổng chi phí cố định:

	Trước thuế thu nhập		Sau thuế thu nhập	
Kiểu doanh nghiệp	Trung bình của 7 năm gần đây (gấp ... lần)	Một cách khác: được đo bằng "năm tồi tệ nhất" (gấp ... lần)	Trung bình của 7 năm gần đây (gấp ... lần)	Một cách khác: được đo bằng "năm tồi tệ nhất" (gấp ... lần)
Công ty cung cấp tiện ích công cộng	4	3	2,65	2,10
Đường sắt	5	4	3,20	2,65
Công nghiệp	7	5	4,30	3,20
Tổ hợp bán lẻ	5	4	3,20	2,65

B. Đối với các cổ phiếu ưu đãi cấp đâu tir Cũng các con sổ tối thiểu như nêu trẽn được đòi hỏi phải được thề hiện bằng tỷ số lợi tức trước thuế thu nhập trên tổng chi phi cố định cộng với hai lãn của cồ tức ưu đãi.

GHI CHÚ: việc đưa vào hai lần cồ tức ưu đãi là để tinh đến thực tế là cồ tức ưu đãi không được khấu trừ thuế thu nhập, trong khi chi phi tiền trả lãi được khấu trừ c. Các loại trái phiếu và cố phiếu ưu đãi khác Các tiêu chi nêu trên không được áp dụng cho (1) các công ty cổ phần cung cấp địch vụ tiện ích công cộng, (2) các công ty tài chính, (3) các công ty bất động sản. Yêu cầu đối với các nhóm đặc biệt này không được nêu ở đây.

Phép kiểm định cơ bản của chúng tôi được áp dụng chỉ cho kết quả trung bình đối với một giai đoạn trong năm. Các chuyên gia khác thì yêu cầu một mức bù đắp tối thiểu phải được thể hiện đối với mỗi năm được xét. Chúng tôi tán thành phép kiểm định "năm tồi tệ nhất" như một phương án thay thế cho phép kiểm định trung bình bảy năm; điều này có lẽ là đủ nếu như trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi thỏa mãn một trong các tiêu chí đó.

Điêu có thể bị phản bác là sự tăng mạnh của lãi suất trái phiếu từ năm 1961 sẽ bù lại sự giảm tương ứng của bù đắp chi phí cần phải có. Điều hiển nhiên là sẽ rất khó khăn để một công ty công nghiệp thể hiện được bù đắp chi phí tiền lãi gấp 7 ở mức 8% lần so với mức 4,5%. Để đáp ứng được tình huống thay đổi này, bây giờ chúng tôi giả định một yêu cầu thay thế liên

quan đến phần trăm lãi trên một lượng nợ gốc. Các con số này có thể là 33% trước thuế đối với một công ty công nghiệp, 20% đối với một công ty cung cấp tiện ích công cộng và 25% đối với một công ty đường sắt. Điều luôn phải nhớ trong đầu là lãi suất mà hầu hết các công ty thực sự phải trả cho toàn bộ số nợ của mình là nhỏ hơn nhiều so với con số 8% hiện nay, bởi vì họ có lợi từ việc có các trái phiếu phát hành cũ với các phiếu lãi thấp hơn. Yêu cầu "năm tồi tệ nhất" có thể được đặt ra ở mức khoảng hai phân ba yêu cầu 7 năm.

Ngoài phép kiểm định về lợi nhuận bù đắp, một số các phép kiểm định khác cũng thường hay được áp dụng. Trong số đó có các phép kiểm định sau:

1. Quy mô doanh nghiệp. Tồn tại một tiêu chuẩn tối thiểu xét về quy mô kinh doanh của doanh nghiệp - có sự thay đổi tùy theo ngành công nghiệp, ngành dịch vụ tiện ích và ngành đường sắt - và về dân số của một địa phận.

2. Tỷ lệ cổ phiếu/vốn cổ đông. Đây là tỷ lệ theo giá thị trường của các phát hành cổ phiếu hạng dưới[304] trên tổng lượng nợ danh nghĩa (total face amount of the debt), tức là nợ cộng với chứng khoán ưu đãi. Đây là thước đo thô của mức độ bảo vệ, hay "tấm đệm", được tạo bởi sự hiện diện của một đầu tư hạng dưới mà trước hết cần phải chịu được gánh nặng của các diễn biến không thuận lợi. Yếu tố này bao gồm cả đánh giá của thị trường về các triển vọng tương lai của doanh nghiệp.

3. Giá trị tài sản (Property Value). Các giá trị tài sản (asset value), như được nêu trong bảng cân đối hoặc như được đánh giá, trước đây được xem là sự an toàn và bảo vệ chủ chốt đối với một phát hành trái phiếu. Kinh nghiệm cho thấy là trong hầu hết các trường hợp, sự an toàn nằm ở sức kiếm lời, và nếu như khả năng đó không đủ thì các tài sản sẽ mất phần lớn giá trị có tiếng tăm của chúng. Tuy nhiên, các giá trị tài sản vẫn duy trì được tầm quan trọng của chúng như một phép kiểm định tách biệt về sự an toàn đủ đáp ứng đối với các trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi trong ba nhóm doanh nghiệp: các công ty tiện ích công cộng (bởi vì tỷ lệ có thể phụ thuộc phần lớn vào đầu tư tài sản), các công ty bất động sản và các công ty đầu tư.

Tại điểm này, nhà đầu tư sẽ hỏi: "Các phép kiểm định độ an toàn có mức độ tin cậy thế nào khi mà chúng được đo bằng tình hình hoạt động trong quá khứ và hiện tại, nếu tính đến thực tế là việc trả lãi và gốc phụ thuộc vào việc tương lai sẽ mang đến cái gì?" Câu trả lời chỉ có thể tìm thấy được trong thực tế. Lịch sử đầu tư cho thấy là các trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi nào đáp ứng được các phép kiểm định chặt chẽ về sự an toàn dựa trên quá khứ thì trong phần lớn các trường hợp, cũng sẽ có khả năng đối mặt được với các thăng trầm trong tương lai một cách thành công. Điều này được thể hiện một cách rõ nét trong lĩnh vực chủ yếu của trái phiếu đường sắt, một lĩnh vực có mức kỷ lục về tần suất thiệt hại do phá sản và thua lỗ nghiêm trọng. Trong hầu như bất kỳ trường hợp nào, các công ty đường sắt rơi vào khó khăn đều là những công ty bị trái phiếu hóa quá mức từ lâu và thể hiện mức độ bù đắp không tương xứng đối với các chi phí cố định trong các giai đoạn có mức độ thịnh vượng trung bình, và như vậy sẽ bị các nhà đầu tư sử dụng các phép kiểm định nghiêm ngặt về sự an toàn loại bỏ. Ngược lại, hầu như công ty đường sắt nào đáp ứng được các phép kiểm định đó đều

thoát khỏi những rắc rối về tài chính. Giả thuyết của chúng tôi được minh họa một cách đầy ấn tượng bằng lịch sử tài chính của rất nhiều công ty đường sắt được cải tổ vào những năm 1940 và trong năm 1950. Tất cả các công ty đó, chỉ trừ một công ty, bắt đầu sự nghiệp của mình với các chi phí cố định được giảm tới mức mà tại đó bù đắp hiện thời đối với các yêu cầu về lãi suất cố định là đủ đáp ứng hoặc ít nhất là đáng kể. Trường hợp ngoại lệ là Công ty Đường sắt New Haven. Công ty này trong năm cải tổ của nó (năm 1947) đạt mức lợi tức trên chi phí mới chỉ khoảng 1,1 lần. Do vậy, trong khi tất cả các công ty đường sắt khác đã có thể vượt qua được những thời điểm khó khăn và giữ nguyên được khả năng thanh toán của mình thì công ty New Haven đã phải quay trở lại thành dạng ủy thác quản lý lần thứ ba vào năm 1961.

Trong chương 17 ở dưới đây, chúng tôi sẽ xem xét một số khía cạnh trong vụ phá sản của Công ty Đường sắt Trung tâm Penn đã làm rung chuyên cả cộng đồng tài chính năm 1970. Một thực tế sơ đẳng trong trường hợp này là sự bù đắp các chi phí cố định đã không đáp ứng được các tiêu chuẩn bảo thủ ngay từ đầu năm 1965; do đó, một nhà đầu tư trái phiếu khôn ngoan chắc hẳn sẽ phải tránh xa hoặc bán tháo các phát hành trái phiếu của hệ thống này từ lâu trước khi chính công ty này sụp đổ.

Các quan sát của chúng tôi về tính phù hợp của sổ sách trong quá khứ đối với việc đánh giá sự an toàn tương lai được áp dụng, ở mức độ thậm chí còn lớn hơn, đối với các công ty tiện ích công cộng, là những công ty tạo thành lĩnh vực chủ yếu đối với đầu tư trái phiếu. Tiếp nhận quản lý tài sản của một con nợ là công ty hoặc một hệ thống cung cấp tiện ích (điện lực) đã được vốn hóa một cách rộng rãi là điều hầu như không thể có. Kể từ khi sự kiểm soát của ủy ban Chứng khoán và Giao dịch[305] được thể chế hóa, cùng với việc phá vỡ hầu hết các hệ thống công ty cổ phần, việc huy động vốn cho các công ty tiện ích công cộng là tốt và không có các vụ phá sản. Những khó khăn tài chính của các công ty tiện ích điện và ga trong những năm 1930 có thể được truy nguyên hầu như 100% tới những hành động thái quá về tài chính và sự quản lý tồi, những thứ đã để lại vết tích của mình rất rõ ràng trên các cấu trúc vốn hóa của công ty. Các phép kiểm định đơn giản nhưng chặt chẽ về sự an toàn có lẽ đã có thể cảnh báo cho các nhà đầu tư tránh xa các phát hành mà sau này sẽ mất khả năng chi trả.

Xét trong các phát hành trái phiếu công nghiệp với nhau thì kết quả hoạt động trong dài hạn rất khác nhau. Mặc dù nhóm công nghiệp về tổng thể cho thấy sự tăng trưởng tốt hơn về sức kiếm lời so với cả các công ty đường sắt và công ty dịch vụ tiện ích công cộng, song nhóm này bộc lộ mức độ ổn định vốn có thấp hơn so với các công ty riêng rẽ và đối với các nhánh kinh doanh khác nhau. Do vậy trong quá khứ, ít nhất là cũng có những nguyên nhân đáng thuyết phục để hạn chế việc mua các trái phiếu công nghiệp và cổ phiếu ưu đãi trong phạm vi các công ty không chỉ có quy mô lớn mà còn thể hiện được trong quá khứ khả năng có thể chịu đựng được sự suy thoái nghiêm trọng.

Một số vụ vỡ nợ của trái phiếu công nghiệp đã xảy ra kể từ năm 1950, song thực tế này đã đóng góp một phần vào việc đã không xảy ra suy thoái lớn trong suốt thời gian dài đó. Kể từ

năm 1966, đã xảy ra một số diễn biến bất lợi đối với vị thế tài chính của nhiều công ty cồng nghiệp. Những khó khăn đáng kể đã xảy ra do sự mở rộng thiếu thận trọng. Một mặt, điều này kéo theo các lượng bổ sung lớn vào cả các khoản cho vay và nợ dài hạn của ngân hàng. Mặt khác, điều đó thường xuyên tạo ra các thua lỗ hoạt động thay vì các lợi nhuận được kỳ vọng. Vào đầu năm 1971, người ta tính toán là trong 7 năm đã qua, tiền trả lãi của tất cả các công ty phi tài chính đã tăng từ 9,8 tỷ đô la năm 1963 lên 26,1 tỷ đô la năm 1970, và tiền trả lai đã lấy đi 29% của lãi gộp trước trả lai và thuế trong năm 1971, so với chỉ có 16% năm 1963[306]. Hiển nhiên, gánh nặng đối với nhiều hãng công nghiệp đã tăng còn nhiều hơn thế. Các công ty bị trái phiếu hóa quá mức đã trở nên quá quen thuộc, ở đây có đầy đủ các lý do để nhắc lại sự thận trọng được nêu trong lần xuất bản năm 1965:

Chúng tôi không hoàn toàn sẵn sàng gợi ý rằng nhà đầu tư có thể trông mong vào sự kéo dài vô tận của tình hình thuận lợi này, và do vậy giảm nhẹ tiêu chuẩn lựa chọn trái phiếu của anh ta đối với nhóm công ty cồng nghiệp hoặc bất kỳ nhóm nào khác.

Phân tích cổ phiếu thường Dạng lý tưởng của phân tích cổ phiếu thường dẫn đến việc định giá một phát hành có thể được so sánh với giá hiện tại để xác định xem liệu chứng khoán đó có phải là một món hàng hấp dẫn hay không. Sự định giá đó, đến lượt mình, có thể được xác định một cách thông thường bằng cách ước tính lợi nhuận trung bình cho một giai đoạn vài năm trong tương lai và sau đó đem nhân ước tính này với một "hệ số vốn hóa" thích hợp.

Quy trình hiện đã trở thành tiêu chuẩn để ước tính sức kiếm lời tương lai được bắt đầu bằng số liệu trung bình quá khứ đối với số lượng thực thể, giá nhận được và tỷ lệ lợi nhuận hoạt động trên doanh thu[307]. Doanh số tương lai tính bằng đô la sau đó được dự tính dựa vào các giả định về số lượng thay đổi và mức giá so với cơ sở trước đó. Những ước lượng này lại trước hết dựa trên các dự báo kinh tế chung về tổng sản phẩm quốc gia, sau đó dựa trên các tính toán đặc biệt áp dụng đối với ngành và công ty đang được xem xét.

Một minh họa của phương pháp định giá này có thể được lấy từ lần xuất bản năm 1965 của chúng tôi và được cập nhật bằng cách thêm vào đoạn tiếp theo. Value Line, một công ty dịch vụ đầu tư hàng đầu, đã thực hiện các dự báo về lợi nhuận và cổ tức tương lai bằng quy trình được phác họa ở trên, và sau đó rút ra con số về "tiềm lực giá" (hay là giá trị thị trường dự tính) bằng cách áp dụng công thức định giá đối với mỗi phát hành dựa chủ yếu trên các mối quan hệ nhất định trong quá khứ. Trong bảng 11-2 chúng tôi thực hiện lại các dự tính đối với năm 1967-1969 đã được thực hiện vào tháng 6 năm 1964, và so sánh chúng với lợi nhuận và giá thị trường trung bình thực sự có được năm 1968 (xấp xỉ với giai đoạn dự báo 1967-1969).

BÁNG 11-2: Chì số trung bình công nghiệp Dow Jones [dự báo cho năm 1967-1869 của Value Une (được thực hiện vào giữa năm 1964) so với kết quả thực của năm 1968]

	Lợi tức		Giá 30/6/ 1964	Giá dự báo 1967–1969	Giá trung bình 1968a
	Dự báo 1967–1969 (đô la)	Thực sự 1968a (đô la)			
Allied Chemical	3,70	1,46	54,5	67	36,5
Aluminum Corp. of Am.	3,85	4,75	71,5	85	79
American Can	3,50	4,25	47	57	48
American Tel. & Tel.	4,00	3,75	73,5	68	53
American Tobacco	3,00	4,38	51,5	33	37
Anaconda	6,00	8,12	44,5	70	106
Bethlehem Steel	3,25	3,55	36,5	45	31
Chrysler	4,75	6,23	48,5	45	60
Du Pont	8,50	7,82	253	240	163
Eastman Kodak	5,00	9,32	133	100	320
General Electric	4,50	3,95	80	90	90,5
General Foods	4,70	4,16	88	71	84,5
General Motors	6,25	6,02	88	78	81,5
Goodyear Tire	3,25	4,12	43	43	54
Internat. Harvester	5,75	5,38	82	63	69
Internat. Nickel	5,20	3,86	79	83	76
Internat. Paper	2,25	2,04	32	36	33
Johns Manville	4,00	4,78	57,5	54	71,5
Owens-Ill. Glass	5,25	6,20	99	100	125,5
Procter & Gamble	4,20	4,30	83	70	91
Sears Roebuck	4,70	5,46	118	78	122,5
Standard Oil of Cal.	5,25	5,59	64,5	60	67
Standard Oil of N.J.	6,00	5,94	87	73	76
Swift & Co.	3,85	3,41b	54	50	57
Texaco	5,50	6,04	79,5	70	81
Union Carbide	7,35	5,20	126,5	165	90
United Aircraft	4,00	7,65	49,5	50	106
U.S. Steel	4,50	4,69	57,5	60	42
Westinghouse Elec.	3,25	3,49	30,5	50	69
Woolworth	2,25	2,29	29,5	32	29,5
Tổng cộng	138,25	149,20	2222	2186	2450
DJIA (tổng cộng % 2,67)	52,00	56,00	832	820	918c
DJIA thực sự năm 1968	57,89				906c
DJIA thực sự 1967–1969	56,26				

a Được điều chỉnh đối với chia tách chứng khoán kê từ năm 1964.

b Trung bình 1967-1969.

c Sai khác do số chia thay đồi.

Các dự báo kết hợp tỏ ra là có phần nằm ở phía thấp, song không đến nỗi quá nghiêm trọng. Các dự đoán tương ứng thực hiện sáu năm trước đó đã tỏ ra là lạc quan quá mức đối với lợi nhuận và cổ tức; song điều này được bù lại bằng việc sử dụng một hệ số nhân thấp, với kết quả là cũng khoảng bằng giá trung bình thực của năm 1963.

Bạn đọc sẽ nhận thấy rằng khá nhiều dự báo cho từng công ty riêng rẽ có dải khá rộng. Đây là một ví dụ ủng hộ cho quan điểm chung của chúng tôi là các ước tính tổng hợp hoặc theo nhóm dường như là đáng tin cậy hơn hẳn so với các ước tính cho từng công ty riêng rẽ. Có lẽ lý tưởng nhất là các nhà phân tích chứng khoán cần phải chọn ra ba hay bốn công ty mà anh ta cho rằng mình biết về tương lai của chúng rõ nhất, rồi tập trung sự quan tâm của chính anh ta và của các khách hàng vào cái mà anh ta dự báo cho họ. Rất đáng tiếc, dường như là không thể nào phân biệt được trước giữa các dự báo riêng rẽ mà ta có thể tin cậy và các dự báo có khả năng chịu sai số lớn. về cơ bản, đây là nguyên nhân vì sao có sự đa dạng rộng rãi được các quỹ đầu tư thực hiện. Bởi vì điều không còn nghi ngờ gì là nên tập trung vào một chứng khoán mà bạn biết là hiện sắp chứng tỏ sẽ cho lợi nhuận cao thì tốt hơn hơn là pha loãng kết quả của bạn xuống một kết quả tầm thường, chỉ nhằm mục đích đa dạng. Song điều này không được thực hiện, bởi vì không thể thực hiện một cách bảo đảm[308]. Sự thịnh hành của tính đa dạng rộng rãi tự nó là sự khước từ thực dụng điều tôn sùng về "tính chất lựa chọn" mà Phố Wall luôn chỉ thừa nhận ngoài miệng.[309] Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ vốn hóa Mặc dù lợi nhuận trung bình tương lai được xem là nhân tố xác định chủ yếu của giá trị, nhà phân tích chứng khoán cũng phân tích đến một loạt các nhân tố khác ít nhiều có tính chất xác định. Hầu hết các nhân tố đó tham gia vào tỷ lệ vốn hóa và tỷ lệ này có biến động trong một dải rộng phụ thuộc vào "chất lượng”

của đợt phát hành chứng khoán. Như vậy, mặc dù hai công ty có thể có cùng một con số lợi nhuận kỳ vọng trên một cổ phiếu trong những năm 1973-1975, ví dụ 4 đô la, nhà phân tích có thể định giá một cổ phiếu ở mức thấp 40 đô la và cổ phiếu kia ở mức cao tới 100 đô la. Cho phép chúng tôi nêu một số suy xét tham gia vào các hệ số nhân rất khác nhau này.

1. Triển vọng dài hạn chung. Không ai thực sự biết bất kỳ điều gì về cái gì sẽ xảy ra trong tương lai xa, song các nhà phân tích và các nhà đầu tư có cùng các quan điểm mạnh mẽ về vấn đề này. Các quan điểm này được phản ánh trong sự sai khác lớn giữa tỷ lệ giá/lợi nhuận của các công ty khác nhau và của các nhóm ngành khác nhau. Tại điểm này chúng tôi đã bổ sung trong lần xuất bản 1965 của mình:

Ví dụ vào cuối năm 1963, các công ty hóa chất nằm trong DJIA được bán ở mức hệ số nhân cao hơn nhiều so với các công ty dầu lửa, thể hiện sự tin tưởng mạnh hơn vào các công ty hóa chất so với các công ty dầu lửa. Những sự phân biệt như vậy do thị trường tạo ra thường

dựa trên cơ sở hợp lý, song khi bị chi phối chủ yếu bởi tình hình hoạt động trước kia thì chúng có thể là sai mà cũng có thế là đúng.

ở đây chúng tôi sẽ cung cấp trong bảng 11-3 số liệu cuối năm 1963 về các phát hành chứng khoán của các công ty hóa chất và dầu lửa nằm trong DJIA, và mang lợi nhuận của các công ty đó tới cuối năm 1970. Chúng ta sẽ thấy là các công ty hóa chất, mặc dù có hệ số nhân cao, trên thực tế không tăng lợi nhuận vào giai đoạn sau 1963. Các công ty dầu lửa đã thực hiện tốt hơn nhiều so với các công ty hóa chất và nằm trong dải tăng trưởng được thể hiện qua các hệ số nhân năm 1963 của họ[310]. Như vậy ví dụ của chúng tôi về chứng khoán của các công ty hóa chất cho thấy một trong những trường hợp khi mà hệ số nhân thị trường cho thấy là saỉ[311].

BẢNG 11-3 : Kết quả thực hiện của các chứng khoán hóa chất và dầu mỏ trong DJIA, năm 1970 so với năm 1964

	Giá đóng cửa	1963 Lợi tức trên một cổ phiếu	Tỷ số P/E	Giá đóng cửa	1970 Lợi tức trên một cổ phiếu	Tỷ số P/E
Các công ty hóa chất:						
Allied Chemical	55	2,77	19,8 X	24,125	1,56	15,5 X
Du Ponta	77	6,55	23,5	133,5	6,76	19,8
Union Carbideb	60,25	2,66	22,7 trung bình 25,3	40	2,60	15,4
Các công ty dầu lửa:						
Standard Oil of Cal.	59,5	4,50	13,2 X	54,5	5,36	10,2 X
Standard Oil of N.J.	76	4,74	16,0	73,5	5,90	12,4
Texacob	35	2,15	16,3 trung bình 15,3	35	3,02	11,6

a Số liệu của năm 1963 được điầu chỉnh đối với sụ phân phối cồ phiếu của General Motors.

b Số liệu được điều chỉnh đối với các chia tách chứng khoán sau đó.

2. Quản lý. ở Phố Wall người ta liên tục nói về vấn đề này, song rất ít thứ thực sự là hữu ích. Cho tới khi các phép kiểm định khách quan, định lượng và tương đối tin cậy được tạo ra và áp dụng, nhân tố này vẫn tiếp tục được xem xét qua làn sương mù. Điều hợp lý là giả thiết rằng một công ty thành công một cách xuất sắc thường là có một bộ máy quản lý tốt một cách khác thường. Điêu này đã được thể hiện trong các tư liệu quá khứ; điều đó sẽ lại hiện

lên trong các ước tính đối với năm năm tiếp theo, và một lần nữa trong nhân tố về triển vọng dài hạn đã được thảo luận ở trên. Xu hướng muốn tính đến nó thêm một lần nữa như một cân nhắc riêng về sự tăng giá chứng khoán có thể dễ dàng dẫn đến việc định giá cao quá mức một cách tốn kém. Chúng tôi cho rằng nhân tố quản lý hữu ích nhất là trong các trường hợp khi một thay đổi gãn đây đã xảy ra nhưng vẫn chưa có đủ thời gian để thể hiện tãm quan trọng đối với các kết quả thực.

Có hai sự kiện ngoạn mục thuộc loại này liên quan đến Công ty ồ tô Chrysler. Sự kiện thứ nhất xảy ra từ tận năm 1921, khi Walter Chrysler nắm quyền kiểm soát của Công ty Maxwell Motors gần như đang hấp hối và trong một vài năm đã làm nó trở thành một công ty lớn và có lợi nhuận cao, trong khi rất nhiều công ty sản xuất ô tô khác buộc phải thôi kinh doanh. Sự kiện thứ hai xảy ra mới chỉ gần đây vào năm 1962, khi Chrysler bị tụt xa khỏi đẳng cấp cao một thời của mình và chứng khoán được bán ờ mức thấp nhất trong nhiều năm. Khi đó các quyền lợi mới gắn với Consolidation Coal đã chiếm lấy dây cương điều hành. Lợi tức đã tăng từ con số 1,24 đô la trên một cổ phiếu năm 1961 lên mức tương đương 17 đô la năm 1963 và giá tăng từ mức thấp 38,5 đô la năm 1962 tới mức tương đương gần 200 đô la ngay năm tiếp theo[312].

3. Sức mạnh tài chính và cơ cấu vốn. cổ phiếu của một công ty có rất nhiều tiền thặng dư và không có gì xếp trước cổ phiếu thường rõ ràng là một món hàng tốt hơn (với cùng một giá) so với cổ phiếu của một công ty khác có cùng mức lợi tức trên một cổ phiếu nhưng có những khoản vay lớn từ ngân hàng và có các chứng khoán hạng trên (senior securities). Các nhân tố như vậy được tính đến một cách thích đáng và thận trọng bởi các nhà phân tích chứng khoán. Tuy nhiên, một số lượng vừa phải các trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi không nhất thiết sẽ là một điều bất lợi so với cổ phiếu thường, và cũng như vậy đối với việc sử dụng một cách vừa phải tín dụng ngân hàng theo mùa. (Một cách tình cờ, một cơ cấu "nặng trên đỉnh" - quá ít cổ phiếu thường so với trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi - trong những điều kiện thuận lợi có thể tạo ra lợi nhuận đầu cơ lớn trong các cổ phiếu thường. Đây là nhân tố được biết đến với tên gọi "đòn bẩy" ("leverage").

4. Thành tích trả cổ tức. Một trong những phép kiểm định thuyết phục nhất có chất lượng cao là thành tích trả cổ tức không gián đoạn trong nhiều năm liền. Chúng tôi cho rằng một thành tích trả cổ tức liên tục trong 20 năm hoặc dài hơn là một nhân tố rất quan trọng trong việc đánh giá chất lượng công ty. Thực vậy, một nhà đầu tư an toàn có lẽ là có lý khi giới hạn việc mua của mình trong phạm vi các chứng khoán đáp ứng được phép kiểm định này.

5. Tỷ suất cổ tức hiện tại. Nhân tố bổ sung cuối cùng này của chúng tôi là cái khó nhất để phân tích được một cách thỏa đáng. May thay, phần lớn các công ty đã bắt đầu thực hiện cái có thể được gọi là chính sách cổ tức chuẩn. Điêu đó có nghĩa là sự phân bổ khoảng hai phần ba lợi tức trung bình của họ, ngoại trừ một điều là trong giai đoạn gần đây mức lợi nhuận cao và lạm phát đòi hỏi phải cần nhiều vốn hơn nữa, do vậy, con số đó có xu hướng thấp hơn. (Năm 1969, tỷ suất đó là 59,5% đối với các chứng khoán nằm trong chỉ số trung bình Dow

Jones và 55% đối với tất cả các công ty Mỹ)[313]. Trong khi cổ tức có một quan hệ bình thường với lợi tức, việc định giá có thể được thực hiện dựa trên một trong hai căn cứ nói trên mà không ảnh hưởng đáng kể đến kết quả. Chẳng hạn, một công ty hạng hai điển hình với lợi tức kỳ vọng trung bình 3 đô la và cổ tức kỳ vọng 2 đô la có thể được định giá hoặc ở mức gấp 12 lần lợi tức hoặc gấp 18 lần cổ tức, để mang lại được 36 đô la trong cả hai trường hợp.

Tuy nhiên, một số lượng ngày nhiều các công ty tăng trưởng đang xa rời khỏi chính sách tiêu chuẩn một thời là chi trả 60% hoặc hơn nữa lợi tức bằng cổ tức dựa trên lập luận là quyền lợi của các cổ đông sẽ được đảm bảo tốt hơn bằng cách gửi lại hầu như toàn bộ lợi nhuận để cấp vốn cho sự mở rộng. Điều này tạo ra các vấn đê và đòi hỏi sự phân biệt thận trọng. Chúng tôi quyết định lùi thảo luận của mình về vấn đề quan trọng là chính sách cổ tức thích hợp tới phần sau - chương 19, tại đó chúng tôi sẽ phân tích vấn đe này như một bộ phận của vấn đè tổng quát về mối quan hệ giữa ban quản lý và cổ đông.

Tỳ lệ vốn hóa đối với các cổ phiếu tăng trưởng Hãu hết ghi chép của các nhà phân tích chứng khoán về định giá chứng khoán liên quan đến việc định giá các cổ phiếu tăng trưởng. Nghiên cứu của chúng tôi về các phương pháp khác nhau đã đưa chúng tôi đến chỗ đề xuất một công thức ngắn gọn và đơn giản để định giá các cổ phiếu tăng trưởng. Công thức này nhằm tạo ra các kết quả tương đối sát với các kết quả được tạo ra từ các tính toán toán học tinh vi hơn. Công thức của chúng tôi là:

Giá trị = Lợi tức (bình thường) hiện tại X (8,5 cộng hai lần tốc độ tăng trưởng kỳ vọng hằng năm) Con số tăng trưởng căn phải được kỳ vọng trong vòng từ bây đến mười năm tới.[314] BẢNG 11-4 : Hệ số của lợi tức hằng năm dựa trên tốc độ tăng trưởng kỳ vọng theo một công thức được đơn giản hóa

Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng	0,0%	2,5%	5,0%	7,2%	10,0%	14,3%	20,0%
Tăng trưởng trong 10 năm	0,0%	28,0%	63,0%	100,0%	159,0%	280,0%	319,0%
Hệ số nhân của lợi tức hiện tại	8,5	13,5	18,5	22,9	28,5	37,1	48,5

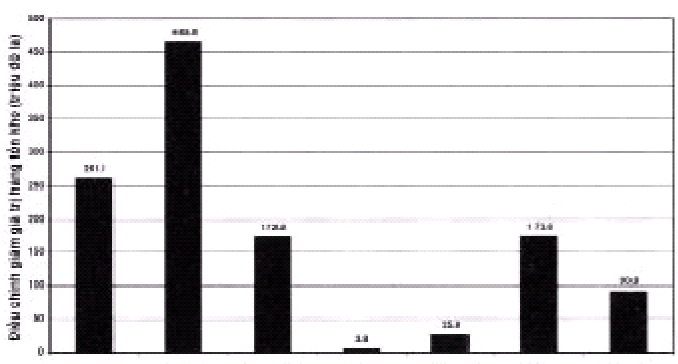
BẢNG 11-5: Tốc Độ Tăng Trưởng Kỳ Vọng Hay Là Ẩn, Tháng 12/1963 Và Tháng 12/1969

Phát hành	Tỷ số P/E, 1963	Tốc độ tăng trưởng dự tính a , %, 1963	Lợi tức trên một cổ phiếu		Tăng trưởng thực tế hằng năm, 1963–1969	Tỷ số P/E, 1969	Tốc độ tăng trưởng dự tính a , %, 1969
			1963	1969			
American Tel. & Tel.	23,0 X	7,3	3,03	4,00	4,75	12,2 X	1,8
General Electric	29,0	10,3	3,00	3,79b	4,0	20,4	6,0
General Motors	14,1	2,8	5,55	5,95	1,17	11,6	1,6
IBM	38,5	15,0	3,48c	8,21	16,0	44,4	17,9
International Harvester	13,2	2,4	2,29c	2,30	0,1	10,8	1,1
Xerox	25,0	32,4	0,38c	2,08	29,2	50,8	21,2
DJIA	18,6	5,1	41,11	57,02	5,5	14,0	2,8

a Dựa trên công thức ở trang trước.

b Trung bình của năm 1968 và 1970, vì lợi tức năm 1969 bỊÈ giảm đi do có bãi công.

c Đã được điều chỉnh đối với chia tách chứng khoán.



Các quý tài chính của Micron Technology

Nguồn: các báo cáo tài chính của Micron Technology.

Trong bảng 11-4, chúng tôi nêu công thức này vận hành như thế nào đối với các tốc độ tăng trưởng giả định khác nhau. Dễ dàng thực hiện một tính toán ngược lại và xác định tốc độ tăng trưởng nào được dự báo bởi giá thị trường hiện tại, với giả định công thức của chúng ta là có cơ sở. Trong lần xuất bản gân đây nhất, chúng tôi đã thực hiện tính toán cho DJIA và cho sáu phát hành chứng khoán quan trọng. Các con số này được nêu trong bảng 11-5. Khi đó chúng tôi đã bình luận rằng:

Sự khác nhau giữa tốc độ tăng trưởng ẩn hằng năm 32,4% đối với Xerox và tốc độ cực kỳ khiêm tốn 2,8% đối với General Motors thực sự đáng kinh ngạc. Điêu này có thể được giải thích một phần do cảm giác của thị trường chứng khoán là lợi tức năm 1963 của General Motors - lớn nhất đối với bất kỳ công ty nào trong lịch sử - có thể được duy trì một cách khó khăn và trong trường hợp tốt nhất thì chỉ bị vượt qua một cách khiêm tốn. Còn tỷ suất giá/lợi tức của Xerox hoàn toàn đại diện cho sự hăng hái đầu cơ bám chặt lấy một công ty có thành tựu xuất sắc và có lẽ vẫn còn nhiều hứa hẹn.

Tốc độ tăng trưởng ẩn hoặc kỳ vọng 5,1% đối với DJIA có thể so được với tốc độ tăng thực sự hằng năm 3,4% (gộp) từ thời kỳ 1951-1953 đến thời kỳ 1961-1963.

Chúng tôi thấy nên bổ sung một sự cẩn trọng nào đó như sau: Định giá các cổ phiếu tăng trưởng cao được kỳ vọng nhất thiết phải xét ờ phía mức thấp, nếu chúng ta giả định các tốc độ tăng trưởng này sẽ thực sự diễn ra. Quả thực, theo số học, nếu có thể giả định một công ty tăng trưởng với tốc độ 8% hoặc hơn vô thời hạn trong tương lai thì giá trị của nó sẽ là vô hạn, và sẽ không có cái giá nào là quá cao đề trả cho cổ phiếu của nó. Điều mà người định giá thực sự làm trong những trường hợp đó là đưa một số dư an toàn vào các tính toán của mình - tựa như một kỹ sư vẫn làm đối với quy cách, tính năng của một cấu trúcữ Trên cơ sở này, các khoản mua sẽ hiện thực hóa mục tiêu đặt ra (vào năm 1963, tổng mức sinh lợi tương lai là 7,5% mỗi năm) ngay cả khi tốc độ tăng trưởng hiện thực thấp hơn đáng kể so với tốc độ dự tính trong công thức. Dĩ nhiên, khi ấy nếu tốc độ dự tính trở thành hiện thực thì nhà đầu tư chắc chắn là được hưởng một khoản lợi nhuận bổ sung ngon lành. Thực sự là không có cách nào để định giá một công ty tăng trưởng cao (với tốc độ kỳ vọng, chẳng hạn, trên 8% năm), theo đó nhà phân tích có thể đưa ra các giả định mang tính thực tiễn về cả hệ số nhân phù hợp với lợi tức hiện tại lẫn hệ số nhân có thể kỳ vọng đối với lợi tức tương lai.

Như đã xảy ra, tốc độ tăng trưởng thực sự đối với Xerox và IBM cho thấy là rất sát với tốc độ cao như được tính từ công thức của chúng tôi. Như vừa mới được giải thích, sự thể hiện tốt đẹp này chắc chắn sẽ tạo ra mức tăng lên về giá của cả hai phát hành này. Mức tăng trưởng của chính DJIA cũng vào khoảng mức được dự tính theo giá thị trường đóng cửa năm 1963. Song mức tăng vừa phải 5% đã không kéo theo các vấn đè toán học nan giải của Xerox và IBM. Hóa ra là mức tăng giá 23% vào cuối năm 1970, cộng với 28% của mức lợi nhuận cổ tức gộp (aggregate dividend return) nhận được, đã cho ra không khác mấy mức lợi nhuận tổng cộng hằng năm 7,5% được xác định trong công thức của chúng tôi. Trong trường hợp của bốn công ty khác, có lẽ là đủ đề nói rằng tốc độ tăng của chúng không bằng với các kỳ vọng thể hiện trong mức giá của năm 1963 và các bảng báo giá của chúng không thể tăng nhiều như của DJIA. cảnh báo: Tài liệu này được cung cấp chỉ nhằm mục đích minh họa, và bởi vì có sự cần thiết không thể tránh được trong phân tích chứng khoán để dự tính tốc độ tăng trưởng tương lai với hầu hết các công ty được nghiên cứu. Hãy đừng để bạn đọc bị dẫn dắt đến chỗ cho rằng các dự đoán như vậy có thể có bất kỳ một mức độ tin cậy cao nào, hoặc ngược lại, rằng giá tương lai có thể được tính đến đề hành xử cho phù hợp khi những điều tiên tri sẽ thành hiện thực, bị vượt qua hoặc gây thất vọng.

Chúng tôi cần phải chỉ ra là bất kỳ một sự định giá chứng khoán "khoa học" nào, hay ít nhất là đáng tin cậy một cách hợp lý, dựa trên các kết quả dự báo tương lai cần phải tính đến lai suất. Một bảng liệt kê nào đó về lợi tức kỳ vọng, hoặc cổ tức, hẳn sẽ có trị giá hiện tại nhỏ hơn nếu chúng ta giả định cơ cấu lãi suất cao hơn so với khi chúng ta giả định là lai suất thấp hơn[315]. Các giả định như vậy luôn rất khó để đưa ra với bất kỳ mức độ tin cậy nào, và những thay đồi mãnh liệt gần đây của lãi suất dài hạn làm cho các dự báo kiều này trở thành hầu như là quá táo bạo. Do vậy, chúng tôi đã giữ lại công thức cũ ờ trên, đơn giản chỉ vì không có công thức mới nào có vẻ thích hợp hơn.

Phân tích ngành Do triển vọng chung của doanh nghiệp chứa đựng trọng số chủ yếu đối với việc thiết lập giá thị trường, điều tự nhiên đối với nhà phân tích chứng khoán là dành sự quan tâm lớn đến vị thế kinh tê của ngành công nghiệp đó và của công ty cụ thể trong ngành đó. Các nghiên cứu dạng này có thể đi vào các chi tiết không giới hạn. Đôi khi các nghiên cứu đó là hữu ích với cái nhìn thấu đáo có giá trị vào các nhân tố quan trọng sẽ có tác động trong tương lai song không được thị trường hiện tại hiếu rõ giá trị một cách đẫy đủ. Khi mà có thể rút ra kết luận thuộc loại này với một mức độ tin cậy khá cao, nó tạo một cơ sở tốt cho các quyết định đầu tư.

Tuy nhiên, quan sát riêng của chúng tôi đã đưa chúng tôi đến việc giảm thiểu theo một cách nào đó giá trị thực tế của hầu hết các nghiên cứu về ngành được cung cấp cho các nhà đẩu tư. Các tài liệu được xây dựng hầu hết là thuộc dạng mà công chúng đã tương đối quen thuộc rồi và đã có ảnh hưởng đáng kể đến việc định giá của thị trường. Rất hiếm khi ta tìm được nghiên cứu của một công ty môi giới có thể chỉ ra, dựa trên các lập luận thực tế, là một ngành công nghiệp đang được, chuộng hiện đang trên con đường dẫn đến sụp đổ, hoặc một ngành công nghiệp đang không được ưa chuộng sẽ sắp sửa phát đạt. Quan điểm của Phố Wall về tương lai dài hơn mang tiếng là hay sai lầm, và điều đó được áp dụng ngay vào bộ phận quan trọng của các nghiên cứu của nó nhằm dự báo diễn biến của lợi nhuận trong các ngành khác nhau.

Tuy nhiên, chúng tôi cần phải thừa nhận là sự tăng trưởng nhanh chóng và tràn ngập của công nghệ trong những năm gần đây không phải là không tác động lớn đến quan niệm và lao động của các nhà phân tích chứng khoán. Còn hơn thế, so với trong quá khứ, tiến bộ hoặc thoái bộ của một công ty tiêu biểu trong thập kỷ tới đây có thể phụ thuộc vào mối quan hệ của công ty đó với các sản phẩm mới và các quy trình mới mà nhà nghiên cứu có thể đã có cơ hội nghiên cứu và đánh giá trước. Như vậy, điều không nghi ngờ là có một lĩnh vực đây hứa hẹn cho công tác hiệu quả của nhà phân tích dựa trên các chuyến đi khảo sát thực tế, phỏng vấn với các nhà nghiên cứu, và dựa trên điều tra công nghệ ráo riết của chính nhà phân tích. Có một số mạo hiểm liên quan đến các kết luận đầu tư được rút ra chủ yếu từ những cái nhìn thoáng qua về tương lai và không được hỗ trợ bởi giá trị có thể thể hiện trong hiện tại. Song có lẽ cũng có những mạo hiểm tương đương khi gắn mình quá chặt vào các giới hạn của các tập hợp giá trị được tạo ra từ các tính toán nghiêm túc dựa trên các kết quả thực tế. Nhà đầu tư không thể theo cả hai cách. Anh ta có thể giàu trí tưởng tượng và chơi để

giành lợi nhuận lớn như là phần thưởng cho tầm nhìn được chứng tỏ là đúng bởi các sự kiện thực tế,[ể] song khi đó anh ta phải chịu một rủi ro đáng kể do một tính toán nhầm dù lớn hay nhỏ. Hoặc anh ta có thể thận trọng và từ chối trả nhiều tiền hơn một khoản chênh lệch giá tối thiểu cho các cơ hội còn chưa được chứng minh; song trong trường hợp đó, anh ta sẽ phải sẵn sàng sau này đứng nhìn các cơ hội vàng vuột mất.

Quỉ trình định giá hai phân Cho phép chúng tôi trong một lát quay về với ý tưởng định giá hoặc đánh giá một cổ phiếu thông thường mà chúng tôi đã bắt đầu thảo luận ở trên, tại trang 322. Rất nhiều sự phản ảnh về vấn đề này đã dẫn chúng tôi đến kết luận là thực hiện tương đối khác đi sẽ tốt hơn so với cách làm đã được thiết lập hiện nay. Chúng tôi đề xuất là các nhà phân tích trước hết phải làm rõ cái mà chúng tôi gọi là "giá trị theo kết quả trong quá khú", được dựa hoàn toàn vào sổ sách quá khứ. Điều này sẽ cho thấy là chứng khoán nào sẽ đáng giá - về giá trị tuyệt đối, hoặc theo phần trăm của DJIA hoặc trong chỉ số tổng hợp của s & p - nếu điều được giả định là kết quả hoạt động tương đối trong quá khứ sẽ tiếp diễn một cách không thay đổi trong tương lai (Điều này bao gồm cả giả định là tốc độ tăng giá tương đối của nó như được thể hiện trong bảy năm vừa qua cũng sẽ tiếp tục không thay đổi trong bảy năm tới). Quy trình này có thể được thực hiện một cách tự động bằng cách áp dụng một công thức tạo các trọng số khác nhau cho các số liệu quá khứ như mức độ lợi nhuận, độ ổn định, sự tăng trưởng, và cũng như cho điều kiện tài chính hiện tại. Phần thứ hai của phân tích cần phải xem xét là nên thay đổi việc giá trị đó dựa hoàn toàn vào kết quả quá khứ đến mức độ nào vì những điều kiện mới trông chờ trong tương lai.

Một quy trình như vậy sẽ phân chia công việc của nhà phân tích cấp cao và nhà phân tích cấp thấp ra như sau: (1) Nhà phân tích cấp cao sẽ xây dựng công thức áp dụng cho tất cả các công ty nói chung để xác định giá trị kết quả hoạt động quá khứ. (2) Nhà phân tích cấp thấp chuẩn bị kỹ lưỡng các nhân tố như vậy cho các công ty đã được lựa chọn, chủ yếu theo một cách máy móc. (3) Nhà phân tích cấp cao sau đó sẽ xác định kết quả hoạt động của công ty - theo giá trị tuyệt đối hoặc tương đối - sẽ có khả năng khác với dữ liệu quá khứ của nó tới mức độ nào, và cần thực hiện thay đổi nào đối với giá trị đó để phản ánh các thay đổi được dự đoán trước. Sẽ là tốt nhất nếu như báo cáo của nhà phân tích cấp cao thể hiện cả định giá ban đầu và định giá điều chỉnh, và lý do cho sự thay đổi đó.

Liệu công việc loại này có đáng làm không? Câu trả lời của chúng tôi ngả về phía khẳng định, song các lý do của chúng tôi lại có vẻ hơi đa nghi theo cách hiểu của bạn đọc. Chúng tôi nghi ngờ là liệu các định giá đạt được như thế có tỏ ra là đủ tin cậy trong trường hợp một công ty công nghiệp tiêu biểu, dù lớn hay nhỏ, hay không. Chúng tôi sẽ minh họa các khó khăn của công việc này trong phần thảo luận của mình về Công ty Nhôm Hoa Kỳ (ALCOA) trong chương sau. Mặc dù vậy, điều đó cần được thực hiện đối với các cổ phiếu thường như vậy. Vi sao? Thứ nhất, nhiều nhà phân tích chứng khoán buộc lòng phải thực hiện các định giá hiện tại hoặc dự báo như là một phần công việc hằng ngày của họ. Phương pháp mà chúng tôi đẽ xuất sẽ là một cải tiến so với những phương pháp nói chung được tuân theo ngày nay. Thứ hai, bởi vì nó sẽ tạo ra kinh nghiệm và cái nhìn thẩu đáo cho những nhà phân

tích nào sử dụng phương pháp đó. Thứ ba, bởi vì công việc kiều này có thể tạo ra một tập hợp vô giá các kinh nghiệm ghi nhận được - như trường hợp dài trong của y học - mà nó có thể đưa đẽn các phương pháp thủ tục tốt hơn và kiến thức hữu ích về các khả năng và giới hạn của nó. Các chứng khoán của công ty tiện ích công cộng có thể chứng tỏ một lĩnh vực quan trọng trong đó cách tiếp cận này sẽ cho thấy giá trị thực dụng thực sựữ Cuối cùng nhà phân tích thông minh sẽ tự giới hạn mình trong phạm vi các nhóm mà tương lai dường như có thể dự báo được một cách hợp lý[316]f hoặc nơi mà số dư an toàn của giá trị kết quả quá khứ so với giá hiện tại lớn đến mức anh ta có thể tận dụng cơ hội ờ các dao động trong tương lai - như anh ta đã làm khi lựa chọn các chứng khoán hạng trên khá an toàn.

Trong các chương tiếp theo, chúng tôi sẽ cung cấp các ví dụ cụ thể về ứng dụng của kỹ thuật phân tích. Song các ví dụ đó sẽ chỉ mang tính minh họa. Nếu bạn đọc thấy vấn đè này là thú vị thì anh ta sẽ theo đuổi nó một cách hệ thống và triệt để trước khi anh ta coi mình là đủ tiêu chuẩn để qua được sự phán xét "mua hay bán" cuối cùng của chính mình đối với một phát hành chứng khoán.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 11 "Liệu bạn có thể nói cho tôi là tôi phải đi khỏi đây bằng con đường nào?”

"Điều đó phụ thuộc rất nhiều vào việc bạn muốn đi đâu", Con Mèo nói.

- Lewis Carroll, "Cuộc phiêu lưu của Alice ở Xứ sở Kỳ diệu”

Đặt giá cho tương lai Các nhân tố nào xác định việc bạn sẽ sẵn lòng trả bao nhiêu tiền cho một chứng khoán? Cái gì làm cho một công ty có giá trị gấp 10 lần lợi tức còn một công ty khác thì giá trị gấp 20 lần? Bạn có thể chắc chắn một cách hợp lý như thế nào là bạn đã không trả giá cao cho một tương lai bê ngoài có màu hồng nhưng hóa ra lại là một cơn ác mộng đáng sợ?

Graham cảm thấy là năm nhân tố có tính quyết định.[317] Ông tóm tắt chúng như sau.

• Các triển vọng dài hạn chung của công ty • Chất lượng quản trị công ty • Sức mạnh tài chính và cơ cấu vốn của công ty • Thành tích cổ tức của công ty • Tỷ lệ lợi tức hiện tại của nó.

Hãy nhìn vào các nhân tố này dưới ánh sáng của thị trường hiện nay.

Triển vọng dài hạn. Ngày nay, nhà đầu tư thông minh sẽ phải bắt đầu bằng cách tải xuống ít nhất là báo cáo hằng năm của năm năm (mẫu 10-K) từ trang web của công ty hoặc từ cơ sở dữ liệu EDGAR tại WWW.SGC.gov.[318] Sau đó quét qua các báo cáo tài chính, thu thập bằng chứng sẽ giúp bạn trả lời hai câu hỏi quan trọng hơn cả. Cái gì làm cho công ty đó tăng trưởng? Lợi nhuận của công ty đến (và sẽ đến) từ đâu? Trong số các vấn đề cần phải theo dõi có:

• Công ty là một "kẻ mua bán công ty hàng loạt". Trung bình cứ trên hai hoặc ba vụ mua công ty mỗi năm sẽ là dấu hiệu phiền toái tiềm tàng. Xét cho cùng, nếu bản thân công ty cứ muốn mua chứng khoán của các doanh nghiệp khác hơn là tự đầu tư vào chứng khoán của mình, thì bạn chắc sẽ phải hiểu ngụ ý đó và sẽ tìm nơi khác chứ? Và hãy kiểm tra kết quả hoạt động của công ty như một nhà mua bán công ty. Hãy coi chừng tính háu đói công ty, các công ty nghiến ngấu nuốt những vụ mua bán lớn, chỉ để cuối cùng lại phải nôn chúng ra. Lucent, Mattel, Quaker Oast và Tyco International nằm trong số các công ty đã buộc phải nhả ra các vụ mua công ty với các thua lỗ đau đớn. Các hãng khác có các khoản thua lỗ trừ vào tài sản (write-off)[319] kinh niên và các chi phí kế toán cho thấy là họ đã trả giá quá cao cho các vụ mua công ty trong quá khứ. Đó là một điểm xấu cho việc thực hiện các vụ làm ăn tương lai[320].

• Công ty nghiện Tiên của Người Khác (Other People's Money - OPM), tức vay nợ và bán chứng khoán để nâng tải trọng Tiền của Người Khác (Other People's Money - OPM). Việc truyền chất đạm OPM này được dán cho cái nhãn "tiền từ các hoạt động tài trợ "trên báo cáo về luồng tiền trong báo cáo năm. Chúng có thể làm một công ty ốm yếu trông có vẻ

như đang phát triển thậm chí nếu các công việc kinh doanh chủ chốt của công ty không tạo ra đủ tiền - như Global Crossing và WorldCom đã cho thấy cách đây không lâu[321].

• Công ty là Anh chàng Một Kỳ Phiếu (Johnny-One- Note), tức là dựa vào một (hoặc một nhúm) khách hàng đối với hầu hết doanh thu của mình. Vào tháng 10/1999, nhà sản xuất cáp sợi quang Sycamore Networks Inc. đã bán chứng khoán cho công chúng lần đầu tiên. Cáo bạch của công ty đã tiết lộ là chỉ một khách hàng, Williams Communications, chiếm 100% tổng doanh thu 11 triệu đô la của Sycamore. Các nhà kinh doanh đã vô tình định giá các cổ phiếu của Sycamore là 15 tỷ đô la. Không may, Williams đã bị phá sản chỉ hai năm sau đó. Mặc dù Sycamore đã chọn các khách hàng khác, chứng khoán của công ty này đã mất 97% giá tính từ năm 2000 đến năm 2002.

Trong lúc bạn nghiên cứu nguồn gốc của tăng trưởng và lợi nhuận, hãy xem xét cả các điểm mạnh cũng như điểm yếu. Trong số các dấu hiệu tốt có:

• Công ty có "hào bao quanh", hay là lợi thế cạnh tranh, rộng. Giống như các pháo đài, một số công ty có thể dễ dàng bị các đối thủ cạnh tranh cướp bóc tấn công, trong khi các công ty khác thuộc loại hầu như không thể chiếm được. Một loạt các lực lượng có thể mở rộng thêm hào bao quanh công ty: bản sắc thương hiệu mạnh (hãy nghĩ đến Harley Davidson, các khách hàng của công ty này chạm trổ biểu trưng của công ty lên người họ),[ặ] sự độc quyền hoặc gần như độc quyền trên thị trường; lợi thế kinh tế nhờ quy mô, tức là khả năng cung cấp một lượng lớn hàng hóa hoặc dịch vụ với giá rẻ (hãy xem Gillette đã tung ra hàng tỷ lưỡi dao cạo); một tài sản vô hình độc nhất vô nhị (hãy nghĩ đến Coca-Cola với công thức bí mật pha chế vị nước giải khát dù không có giá trị vật chất thực song đã duy trì được sự giữ khách hàng vô giá); sức đề kháng đối với sản phẩm thay thế (hầu hết các doanh nghiệp không có cách nào khác ngoài việc phải dùng điện, do vậy các công ty cung cấp tiện ích chắc chẳng bao giờ trong tương lai tương đối gần bị chiếm chỗ cả)[322].

• Công ty là kẻ chạy đua ma-ra-tông chứ không phải đua cự ly ngắn. Bằng cách xem ngược trở lại các báo cáo thu nhập, bạn có thể thấy được liệu doanh thu và lợi nhuận ròng có tăng một cách trơn tru và đều đặn trong mười năm trước đây không. Một bài báo gần đây trong Tạp chí nhà phân tích tài chính đã khẳng định điều mà các nghiên cứu khác (và kinh nghiệm đau buồn của nhiều nhà đầu tư) đã cho thấy: đó là công ty tăng trưởng nhanh nhất thường có xu hướng quá nóng và sẽ cháy bùng lên[323]. Nếu lợi tức tăng ở mức dài hạn 10% trước thuễ (hay 6% đến 7% sau thuế) thì đó có lẽ là bền vững. Nhưng cái đích tăng trưởng 15% mà nhiều công ty tự đặt ra cho mình là ảo tưởng. Và mức tăng thậm chí còn cao hơn - hoặc sự bộc phát của tăng trưởng trong vòng một hoặc hai năm - chắc chắn là sẽ phai tàn, cũng giống như một người cố chạy cả quãng đường đua như thể đó chỉ là cự ly ngắn 100 mét.

• Công ty gieo hạt và gặt hái. Cho dù các sản phẩm của công ty có tốt bao nhiêu hoặc thương hiệu có mạnh như thế nào, công ty vẫn phải chi một số tiền để phát triển đường hướng kinh doanh mới. Mặc dù chi phí cho nghiên cứu và phát triển không phải là nguồn gốc của tăng trưởng hôm nay, đó hẳn sẽ là của ngày mai - đặc biệt nếu như công ty có một bản ghi thuyết

phục về việc trẻ hóa các kinh doanh của mình bằng các ý tưởng và thiết bị mới. Ngân quỹ trung bình dành cho nghiên cứu và phát triển thay đổi tùy theo ngành và công ty. Năm 2002, Procter & Gamble chi khoảng 4% doanh số ròng (net sales)[324] của mình cho nghiên cứu và phát triển, trong khi 3M chi 6,5% và Johnson & Johnson chi 10,9%. Trong dài hạn, một công ty không chi gì cho nghiên cứu và phát triển sẽ ít nhất cũng dễ bị tổn thương như một công ty khác chi quá nhiều.

Chất lượng và sự thực hiện quản trị. Các nhà điêu hành của công ty cần phải nói họ sẽ làm gì, sau đó làm điều họ đã nói. Hãy đọc các báo cáo hằng năm trong quá khứ để xem các nhà quản lý đã đưa ra những dự báo nào và liệu họ có hoàn thành được hay không đạt được. Các nhà quản lý cần phải cứ hai tuần một lần thừa nhận các thất bại của mình và nhận trách nhiệm về các thất bại, thay vì đổ tội cho các vật tế thần mọi mục đích kiểu như "nền kinh tế", "sự bất định" hoặc "cầu thấp". Hãy kiểm tra xem liệu giọng điệu và thực chất trong thư của chủ tịch công ty có giữ nguyên không thay đổi, hay là dao động theo các mốt nhất thời mới nhất ở Phố Wall (hãy đặc biệt lưu ý đến các năm bùng nổ như 1999: các nhà điều hành của một công ty xi măng hoặc đồ lót có bỗng nhiên tuyên bố là họ hiện "đang trên mũi nhọn của cuộc cách mạng phần mèm biến chuyển" không?).

Những câu hỏi này cũng có thể giúp bạn xác định liệu những người đang điều hành công ty có hành động vì lợi ích của những người đang sở hữu công ty:

• Họ có đang tìm kiếm người số 1?

Một công ty trả cho tổng giám đốc của mình 100 triệu đô la một năm thì tốt nhất là phải có một lý do rất hợp lý (có lẽ anh ta đã khám phá - và đăng ký sáng chế - Đài phun nước Tuổi trẻ? Hoặc đã tìm ra El Dorado[325] và mua nó với giá 1 đô la mỗi mẫu tây? Hoặc đã tiếp xúc với sự sống trên hành tinh khác và đang đàm phán một hợp đồng buộc người ngoài hành tinh phải mua toàn bộ vật tư cung ứng cho họ từ một công ty Trái đất?). Nếu không, loại tiền lương béo bở một cách ghê gớm như vậy chỉ cho thấy là công ty đang được điều hành bởi các nhà quản lý và cho các nhà quản lý.

Nễu một công ty định giá lại (hoặc "tái phát hành" hoặc "giao dịch") các hợp đồng quyền mua cổ phiếu (stock option)[326] cho người nội bộ thì bạn hãy tránh xa. Trong các trò hoán chuyên này, một công ty hủy các hợp đồng quyền mua hiện có (và thường là không có giá trị) cho các nhân viên và các nhà quản lý, sau đó thay thể chúng bằng các hợp đong mới với giá có lợi. Nếu giá trị của chúng không bao giờ được phép xuống đến không, trong khi lợi nhuận tiềm năng của chúng luôn luôn là vô hạn, làm sao mà các hợp đồng quyền mua có thể khuyến khích một sự quản lý tốt tài sản công ty? Bất kỳ một công ty có uy tín nào định lại giá hợp đông quyền mua của mình - như vài chục công ty công nghệ cao đã làm - đèu là một sự ô nhục. Và bất cứ nhà đâu tư nào mua chứng khoán trong một công ty như vậy là một con cừu van nài để được xén lông.

Bằng cách nhìn vào bản báo cáo năm đối với phần chú giải bắt buộc về các hợp đồng quyền mua, bạn có thể thấy các "quyên mua còn đang treo" lớn đến thế nào. Chẳng hạn, AOL Time Warner thông báo trên trang nhất bản báo cáo năm của mình rằng nó có 4,5 tỷ cổ phiếu thường đang lưu hành tại thời điểm 31/ 12/2002 - nhưng một chú giải bên trong báo cáo tiết lộ rằng công ty đã phát hành các quyền mua cho 657 triệu cổ phần nữa. Như thế thì lợi tức tương lai của AOL sẽ phải chia thêm cho 15% cổ phần mới nữa. Bạn cần phải đưa thêm nhân tố về sự tràn ngập tiềm tàng của các cổ phiếu mới từ các hợp đồng quyền mua mỗi khi bạn ước tính giá trị tương lai của một công ty[327].

"Mẫu 4", có thể lấy được thông qua cơ sở dữ liệu EDGAR tại WWW.SGC.gov, cho thấy liệu các nhà quản lý cấp cao và các giám đốc của công ty có mua hoặc bán cổ phiếu không, ở đây, có thể có các lý do chính đáng cho một người nội bộ bán ra - đa dạng hóa đầu tư, muốn có nhà to hơn, giải quyết vụ ly hôn - song những vụ bán lớn nhiều lần là một lá cờ đỏ rực. Một nhà quản lý không thể là đối tác hợp pháp của bạn nếu anh ta cứ tiếp tục bán ra trong khi bạn thì đang muốn mua vào.

• Họ là nhà quản lý hay người quảng cáo?

Các nhà quản lý cần phải dành phần lớn thời gian của mình để điều hành công ty một cách kín đáo, chứ không phải để quảng cáo nó với công chúng đầu tư. Thường rất hay xảy ra chuyện các giám đốc điều hành hay than phiền là chứng khoán của họ bị định giá thấp bất kể nó cao đến đâu - họ quên điều mà Graham luôn đòi hỏi là các nhà quản lý cần phải tìm cách giữ cho giá chứng khoán đừng có xuống thấp quá hoặc lên cao quá[328]? Trong khi đó, có quá nhiều chuyên gia tài chính chủ chốt đưa ra "hướng dẫn lợi tức", hay các ước tính theo kiểu đoán mò về lợi nhuận quý của công ty. Và một số công ty là kẻ thổi phồng, liên tục phun ra các bản tin báo chí khoác lác về các "cơ hội" nhất thời, tầm thường và có tính giả thuyết.

Một vài công ty - kể cả Coca-Cola Gillette và USA Interactive - đã bắt đầu "chỉ nói không" với tư duy ngắn hạn của Phố Wall. Số ít các hãng dũng cảm này cung cấp nhiều chi tiết hơn về ngân quỹ hiện tại và các kế hoạch dài hạn của họ, trong khi từ chối dự đoán về những gì sẽ xảy ra trong 90 ngày tới đây. (Để biết về mô hình một công ty có thể trao đổi một cách vô tư và công bằng như thế nào với các cổ đông của mình, hãy đến cơ sở dữ liệu EDGAR tại www.sec.gov và xem các hồ sơ 8-K do Expeditors International of Washington thực hiện, trong đó nêu một cách định kỳ các cuộc đối thoại hỏi và trả lời tuyệt vời với các cổ đông).

Cuối cùng, hãy thử xem liệu thông lệ kế toán của công ty có được thiết kế để làm cho các kết quả tài chính của nó được minh bạch hay mờ mịt. Nếu các chi phí "không định kỳ" cứ luôn là định kỳ, các mục "đột xuất" cứ nổi lên liên tục khiến chúng dường như là thông thường, các từ viết tắt kiểu như EBITDA[329] chiếm ưu tiên hơn là lợi nhuận ròng, hoặc lợi tức "dự toán theo lệ" ("pro forma") được dùng để che đậy thua lỗ thực sự, thì có thể là bạn đang nhìn vào một công ty vẫn chưa học được cách làm thế nào để đặt "lợi ích dài hạn của các cổ đông lên trên hết"[330].

Sức mạnh tài chính và cơ cấu vốn. Định nghĩa cơ bản nhất có thể có về một doanh nghiệp tốt là thế này: nó tạo ra nhiều tiền hơn là nó tiêu xài. Các nhà quản lý tốt luôn đi tìm cách để đưa số tiền đó vào sử dụng một cách hiệu quả. Trong dài hạn, các công ty nào đáp ứng được định nghĩa này chắc chắn sẽ tăng lên về giá trị, bất kể thị trường chứng khoán diễn biến thế nào.

Hãy bắt đầu bằng cách đọc báo cáo về các dòng tiền trong báo cáo năm của công ty. Hãy xem liệu tiền từ các hoạt động có tăng đều đặn trong suốt 10 năm đã qua hay không. Sau đó, bạn có thể đi tiếp. Warren Buffet đã phổ cập khái niệm lợi tức người sở hữu (owner earnings), hay là lợi nhuận ròng (net income) cộng với khấu hao tài sản hữu hình (depreciation) và khấu hao tài sản vô hình (amortization), trừ đi các chi phí vốn thông thường. Như nhà quản lý danh mục đầu tư Christopher Davis của Davis Selected Advisors đã nói, "Nếu bạn sở hữu 100% doanh nghiệp này, liệu bạn sẽ có bao nhiêu tiền trong túi bạn vào cuối năm?" Do nó được điều chỉnh theo các đầu vào kế toán kiểu như khấu hao tài sản hữu hình và khấu hao tài sản vô hình là những thứ không ảnh hưởng đến cân bằng về tiền mặt của công ty, lợi tức người sở hữu có lẽ là thước đo tốt hơn so với lợi nhuận ròng báo cáo. Để tinh chỉnh định nghĩa về lợi tức người sở hữu, bạn cũng cãn phải trừ khỏi lợi nhuận ròng báo cáo:

- Bất kỳ chi phí nào dành cho các hợp đồng quyền chọn làm lợi tức chuyển bớt từ các cổ đông hiện tại sang tay các chủ sở hữu mới trong nội bộ.
- Bất kỳ chi phí "bất thường", "không định kỳ" hoặc "khác thường" nào.
- Bất kỳ "lợi tức" nào từ quỹ hưu của công ty Nếu lợi tức người sở hữu trên một cổ phiếu tăng ở mức trung bình đều đặn ít nhất là 6% hoặc 7% trong vòng 10 năm qua, thì công ty là một cái máy tạo ra tiền ổn định, và triển vọng phát triển của nó là tốt.

Tiếp theo, hãy nhìn vào cơ cấu vốn của công ty. Quay sang bảng cân đối để xem bao nhiêu nợ (kể cả cổ phiếu ưu đãi) công ty hiện đang có; nhìn chung, nợ dài hạn phải dưới 50% tổng số vốn. Trong các chú giải cho báo cáo tài chính, hãy xác định liệu nợ dài hạn có lai suất cố định (chi trả lai không đổi) hay thay đổi (chi trả lai dao động và điều này có thể trở nên tốn kém nếu lai suất tăng).

Hãy tìm trong báo cáo năm xem có bằng chứng hoặc thông báo cho thấy "tỷ lệ lợi tức trên chi phí cố định". Đoạn thể hiện đó trong báo cáo năm 2002 của Amazon.com cho thấy là lợi tức 145 triệu đô la của Amazon không đủ để bù đắp cho phí trả lãi. Trong tương lai, Amazon hoặc là sẽ phải kiếm được nhiều hơn từ các hoạt động của mình, hoặc tìm cách vay được tiền với lãi suất thấp hơn. Nếu không, công ty này có thể sẽ có kết cục là không được sở hữu bởi các cổ đông của nó̦ mà bởi những người giữ trái phiếu, là những người có thể đưa ra yêu sách đối với tài sản của Amazon nếu như họ không có cách nào khác đảm bảo cho thanh toán lãi món nợ vay của họ. (Để cho công bằng, tỷ lệ lợi tức trên chi phí cố định của Amazon là lành mạnh hơn rất nhiều so với hai năm trước đó̦ khi mà lợi tức còn thiếu 1,1 tỷ đô la mới đủ bù đắp cho tiền trả nợ).

Một vài lời về cổ tức và chính sách chứng khoán (để có thêm chi tiết, hãy xem chương 19):

• Gánh nặng chứng minh nằm trên công ty chỉ ra rằng bạn nên từ bỏ nếu như công ty không trả cổ tức. Nếu như công ty liên tục vượt qua được sự cạnh tranh trong cả thị trường tốt và xấu, thì các nhà quản lý rõ ràng là đã đưa tiền vào nơi sử dụng tối ưu. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp đang suy sụp hoặc là chứng khoán thể hiện dưới tầm các đối thủ, khi đó các nhà quản lý và các giám đốc đang sử dụng sai tiền bằng cách từ chối trả cổ tức.

• Các công ty nào liên tục chia tách cổ phần của mình - và cường điệu các chia tách đó trong các bản thông cáo báo chí dồn dập - đang đối xử với nhà đầu tư của mình như thể những kẻ ngu ngốc. Giống như Yogi Berra, người muốn cắt cái bánh pizza của mình ra làm bốn miếng bởi vì "tôi không nghĩ là tôi có thể ăn được tám miếng", các cổ đông thích chia tách chứng khoán đã không thấy được điểm này. Hai cổ phiếu của một chứng khoán ở giá 50 đô la không có giá trị hơn một cổ phiếu ở giá 100 đô la. Các nhà quản lý nào sử dụng chia tách để quảng cáo cho chứng khoán của mình là đang hỗ trợ và tiếp tay cho bản năng tồi tệ nhất của công chúng đấu tư, và nhà đầu tư thông minh sẽ phải nghĩ lại hai lần trước khi chuyên bất kỳ món tiền nào cho các nhà thao túng tự hạ mình như vậy[331].

• Các công ty cần phải mua lại cổ phiếu của mình khi chúng rẻ chứ không phải là khi chúng ở tại hay gần mức cao kỷ lục. Không may thay, điều gần đây đã trở thành quá phổ biến đối với công ty là mua lại chứng khoán của mình khi nó có giá cao quá mức. Thật không còn sự lỗng phí nào bỉ ổi hơn đối với tiền của công ty - mà mục đích thực của thủ đoạn đó là để cho phép các nhà quản lý cấp cao nhất kiếm được nhiều triệu đô la tiền lương bằng cách bán các hợp đồng quyền chọn của chính họ dưới chiêu bài là "nâng cao giá trị cổ đông".

Một số lượng lớn bằng chứng khôi hài đã gợi ý là các nhà quản lý nào nói về "nâng cao giá trị cổ đông" hiếm khi thực hiện điều đó. Trong công việc đầu tư, và cũng như trong cuộc sống nói chung, chiến thắng cuối cùng thường thuộc về người giỏi làm, không phải người giỏi nói.

CHƯƠNG 12 Những điêu cần được suy xét vê lợi tức trên một cố phiếu Chương này sẽ bắt đâu với hai lời khuyên cho nhà đầu tư nào không thê’ tránh được tự mâu thuẫn với mình. Lời khuyên thứ nhất là: đừng có coi trọng quá mức lợi tức của một năm đơn lẻ nào đó. Lời khuyên thứ hai là: nêu bạn thực sự quan tâm đến lợi tức ngắn hạn, hãy dè chừng những cái bẫy kẻ khù khờ trong các con số trên mỗi cổ phiếu. Nễu lời cảnh báo thứ nhất của chúng tôi được tuân theo một cách nghiêm ngặt thì lời khuyên thứ hai là không căn thiết. Song sẽ là quá mức để kỳ vọng rằng hầu hết các cổ đông có thể liên hệ tất cả các quyết định về cổ phiếu thường của họ với dữ liệu dài hạn và các triển vọng dài hạn. Các số liệu quý, và đặc biệt là các số liệu năm, nhận được sự quan tâm chủ yếu trong các giới tài chính, và sự nhấn mạnh đó có lẽ không thể không tác động đến suy tính của nhà đầu tư. Anh ta chắc có lẽ phải cần đến một số kiến thức trong lĩnh vực này, bởi vì nó đầy rẫy những khả năng đánh lạc hướng.

Trong lúc chương này đang được viết thì Báo cáo lợi tức năm 1970 của Công ty Nhôm Mỹ (ALCOA) xuất hiện trên Wall Street Journal.

Các con số đầu tiên được nêu là:

	1970	1969
Lợi tức trên cổ phiếu a	5,20 đô la	5,58 đô la

Chữ a nhỏ ở trên được giải thích trong phần chú giải của báo cáo là chỉ "lợi tức nguyên thủy" (primary earnings) trước khi trừ các phí đặc biệt. Phần tài liệu chú giải còn nhiều hơn thế; thực ra phần chú giải chiếm chỗ gấp đôi so với chính các con số.

Đối với riêng quý 4, "lợi tức trên cổ phiếu" được nêu là 1,58 đô la năm 1970 so với 1,56 đồ la năm 1969.

Nhà đầu tư hay nhà đầu cơ quan tâm đến cổ phiếu của ALCOA khi nhìn thấy các con số đó có lẽ sẽ tự nhủ là: "Không đến nỗi tồi. Tôi biết năm 1970 là năm suy thoái của ngành nhôm. Song quý 4 vẫn cho thấy là có sự tăng lợi nhuận so với năm 1969, ở mức 6,32 đô la một năm. Hãy xem này. cổ phiếu được bán với giá 62 đô la. Tức là giá cổ phiếu chưa đầy 10 lần lợi tức. Như vậy xem ra có vẻ khá rẻ so với 16 lần của Công ty International Nickel, vân vân và vân vân.”

Song nếu anh bạn đầu tư kiêm đầu cơ của chúng ta chịu khó đọc lại tất cả phần ghi trong chú giải thì có lẽ anh ta sẽ thấy là thay vì một con số về lợi tức trên cổ phiếu của năm 1970 thực ra có bốn con số, đó là:

	1970	1969
Lợi tức nguyên thủy	5,20 đô la	5,58 đô la
Lợi nhuận ròng (sau khi trừ các chi phí đặc biệt)	4,32	5,58
Lợi tức bị pha loãng hoàn toàn (fully diluted) (trước khi trừ các chi phí đặc biệt)	5,01	5,35
Lợi tức bị pha loãng hoàn toàn (sau khi trừ các chi phí đặc biệt)	4,19	5,35

Đối với quý 4 thì chỉ có hai con số được nêu là:

Lợi tức nguyên thủy	1,58 đô la	1,56 đô la
Lợi nhuận ròng (sau khi trừ các chi phí đặc biệt)	0,70	1,56

Tất cả các con số bổ sung về lợi tức kia có ý nghĩa gì? Lợi tức nào là lợi tức thực của cả năm và của quý 4? Nếu lợi tức thực của quý 4 được lấy là 70 cent, tức lợi nhuận ròng sau khi trừ các chi phí đặc biệt - thì mức lợi tức thực của năm sẽ chỉ là 2,80 đô la chứ không phải 6,32 đô la. và cái giá 62 sẽ "gấp 22 lần lợi tức”

chứ không phải gấp 10 lần như nêu ở trên.

Phần câu hỏi liên quan đễn "lợi tức thực" của ALCOA có thể dễ dàng trả lời. Phăn giâm từ 5,20 đô la xuống 5,01 đô la được đòi hồi một cách rõ ràng nhằm tính đến tác động "pha loãng" cổ phiếu. ALCOA có một đợt phát hành lớn các trái phiếu có thể chuyên đổi thành cổ phiếu thường. Để tính được "sức kiếm lời" của cổ phiếu thường dựa trên kết quả của năm 1970, cần phải giả định là đặc quyền chuyên đổi sẽ được thực hiện nễu như nó chứng tỏ được là những người nắm giữ trái phiếu sẽ có lợi nễu làm điêu đó. Số lượng liên quan đến trường hợp của ALCOA là tương đối nhỏ nên có lẽ không đáng đề có bình luận chi tiết. Song trong các trường hợp khác, việc tính đến quyền chuyên đổi - và sự tồn tại của các chứng chì quyền mua cổ phiếu (stock-purchase vvarrant) - có thể sẽ làm giâm lợi tức biểu kiến đễn một nửa hoặc hơn nữa. Chúng tôi sẽ nêu các vi dụ về yếu tố pha loãng thực sự quan trọng ở phân sau (trang 459). (Các cơ sở dịch vụ tài chính không phải lúc nào cũng nhất quán

trong việc tính đến các yếu tố pha loãng cổ phiếu trong các báo cáo và phân tích của mình)[332].

Bây giờ chúng ta hãy quay lại vấn đề "các chi phí đặc biệt". Con số 18.800.000 đô la, hay 88 xu trên một cổ phiếu được khấu trừ trong quý 4 không phải là không quan trọng. Nó bị bỏ qua hoàn toàn, hay được thừa nhận hoàn toàn là mức giảm lợi tức, hay được thừa nhận một phần và bỏ qua một phần? Nhà đầu tư cảnh giác có lẽ cũng tự hỏi mình là vì sao lại xảy ra việc có một nạn dịch các dự phòng nợ xấu đặc biệt (special charge-off) như vậy xuất hiện vào cuối những năm 1970, chứ không phải những năm trước đó? Chắc đã có các bàn tay khôn khéo của người Ý[333] thò vào phần kế toán - song tất nhiên là nằm trong giới hạn cho phép? Khi xem xét kỹ lưỡng hơn, chúng ta có thể thấy là các thất thoát, đã được xử lý dự phòng nợ xấu (charged off) trước khi chúng thực sự xảy ra, có thể đã được phù phép để biến mất mà không gây ra một tác động bất hạnh nào đối với "lợi tức nguyên thủy" quá khứ hoặc tương lai. Trong một số trường hợp đặc biệt, chúng có thể đã được tạo ra đề làm cho lợi tức tiếp sau đó trông có vẻ lớn gấp đôi trong thực tế - bằng cách xử lý ít nhiều mang tính ảo thuật đối với tín dụng thuế có liên quan.

Khi xem xét các chi phí đặc biệt của ALCOA, điều đầu tiên cần phải xác định là chúng đã xuất hiện thế nào. Các chú giải là đủ cụ thể. Các khấu trừ đến từ bốn nguồn, đó là:

1. Ước tính của ban quản trị về các chi phí dự kiến của việc đóng cửa bộ phận sản phẩm chế tạo.

2. Như trên đối với việc đóng cửa các nhà máy của Công ty đúc ALCOA (ALCOA Castings Co.).

3. Như trên đối với việc dần dần loại bỏ Công ty tín dụng ALCOA (ALCOA Credit Co.).

4. Thêm nữa, chi phí ước tính 5,3 triệu đô la liên quan đến việc kết thúc hợp đồng đối với "bức tường màn".

Tất cả các mục đó liên quan đến các chi phí và thua lỗ tương lai. Dễ thấy rằng chúng không phải là một bộ phận "các kết quả hoạt động thường kỳ" của năm 1970, song nếu như vậy thì chúng thuộc vào đâu? Chúng có phải là "đột xuất và không định kỳ" đến mức không thuộc vào đâu cả? Một công ty lớn như ALCOA thực hiện kinh doanh 1,5 tỷ đô la mỗi năm hẳn phải có rất nhiều bộ phận, ban, chi nhánh và các thứ tương tự như vậy. Liệu việc một hay nhiều bộ phận tỏ ra là không có lãi và đòi hỏi phải đóng cửa có phải là không bình thường hơn là đột xuất? Cũng tương tự đối với các sự việc kiểu như hợp đồng để xây một bức tường. Giả sử vào một thời điểm bất kỳ, một công ty có một bộ phận kinh doanh bất kỳ của nó bị lỗ, công ty đó có một ý tưởng sáng láng về việc loại nó ra dưới dạng xử lý dự phòng nợ xấu như một "mục đặc biệt", do đó báo cáo "lợi tức nguyên thủy" trên cổ phiếu của nó sao cho chỉ

bao gồm các hợp đồng và hoạt động có lãi? Giống như chiếc đồng hồ mặt trời của Vua Edward VII chỉ hiển thị các "giờ nắng"[334]*.

Bạn đọc cần phải lưu ý hai khía cạnh khôn khéo của thủ tục ALCOA thực hiện mà chúng ta đang thảo luận. Thứ nhất là bằng cách dự đoán các thua lỗ tương lai, công ty đã trốn tránh được sự cần thiết phải phân bổ các thua lỗ đó cho một năm cụ thể. Các thua lỗ đó không thuộc về năm 1970, bởi chúng không thực sự xảy ra trong năm đó. Và chúng cũng không được thể hiện vào năm mà chúng thực sự xảy ra, bởi vì chúng đã được cung cấp đãy đủ rồi. Một việc thật khéo léo, song liệu nó có đôi chút gì đánh lạc hướng?

Chú giải của ALCOA không nói năng gì về khoản tiết kiệm thuế tương lai từ các thua lỗ này (hầu hết các báo cáo khác thuộc kiểu này đều thông báo một cách rõ ràng rằng chỉ có "tác động sau thuế" là được xử lý thành dự phòng nợ xấu). Nếu như con số của ALCOA thể hiện thua lỗ tương lai trước tín dụng thuế liên quan thì khi đó lợi tức tương lai không chỉ được giải thoát khỏi gánh nặng của các chi phí đó (như chúng đã thực sự xảy ra), mà chúng còn được tăng lên bởi tín dụng thuế vào khoảng 50% trở lên. Điều khó mà tin được là các tài khoản sẽ được xử lý theo cách đó. Song có một thực tế là một số công ty có thua lỗ lớn trong quá khứ đã có thể báo cáo lợi tức tương lai mà không tính mức thuế bình thường đối với lợi tức đó, bằng cách đó đã làm cho lợi nhuận được thể hiện một cách rất đẹp đẽ - thật trái ngược với tình trạng đáng hổ thẹn trong quá khứ của họ. (Các tín dụng thuế có được từ thua lỗ của các năm trước bây giờ được thể hiện riêng biệt như là WẺcác mục đặc biệt", nhưng chúng sẽ được đưa vào số liệu tương lai như một phần số liệu "lợi nhuận ròng" cuối cùng. Tuy nhiên, một khoản dự phòng (reserve) bây giờ được tạo ra đối với các thua lỗ tương lai nếu như tín dụng thuế kỳ vọng ròng không tạo ra được một bổ sung thuộc loại này cho lợi nhuận ròng của những năm vừa qua).

Đặc điểm khéo léo thứ hai là cách được ALCOA và nhiều công ty khác vào cuối năm 1970 sử dụng nhằm thực hiện các dự phòng nợ xấu đặc biệt này. Thị trường chứng khoán đã nắm lấy cái dường như là một cuộc tắm máu trong nửa đầu năm 1970. Ai cũng kỳ vọng các kết quả tương đối tồi tệ trong cả năm đối với hầu hết các công ty. Phố Wall khi đó dự báo các kết quả tốt hơn trong năm 1971, 1972, vân vân. Một sự bố trí thật hay khi đó là gán gánh nặng chi phí càng nhiều càng tốt cho năm tồi tệ đó, là năm đã bị xóa sổ nợ về mặt tâm lý và hầu như đã lùi vào quá khứ, để mở đường cho những con số được vỗ béo một cách đẹp đẽ trong một vài năm tới. Có lẽ đó là một cách kế toán tốt, một phương châm kinh doanh tốt và tốt cho mối quan hệ giữa ban quản trị và cổ đông. Song chúng tôi có một số nghi ngờ dai dẳng.

Sự kết hợp các hoạt động đa dạng rộng rãi (đó có phải là rộng rãi đến điên rồ) với sự thôi thúc nhằm dọn sạch sẽ nhà cửa vào cuối năm 1970 đã tạo ra một số chú giải trông rất khác lạ trong các báo cáo năm. Bạn đọc có lẽ buồn cười bởi một giải thích được đưa ra bởi một công ty của sở Giao dịch Chứng khoán New York (không được nêu tên ở đây) về các "mục đặc biệt" của công ty đó tổng cộng là 2.357.000 đô la, hay khoảng một phần ba lợi nhuận trước

khi dự phòng nợ xấu: "bao gồm một khoản cho việc đóng cửa các hoạt động của Spalding Anh quốc; khoản cho các chi phí tái tổ chức của một ban,ễ chi phí bán một công ty sản xuất các quần áo của trẻ nhỏ và yếm dài trẻ em, giải quyết lãi bộ phận trong một đơn vị cho thuê xe ở Tây Ban Nha, và thanh lý một hoạt động kinh doanh giày trượt tuyết"[335].

Nhiều năm trước đây, các công ty mạnh thường thiết lập các khoản "dự trữ phát sinh bất thường" (contingency reserve) lấy từ lợi nhuận của các năm thành công để hấp thụ một số tác động xấu của các năm đình đốn sẽ đến. Ý tưởng ẩn bên dưới là để quân bình ít nhiều lợi tức được báo cáo và để cải thiện nhân tố ổn định trong sổ sách của công ty. Một động cơ có vẻ đáng làm; song các nhà kế toán đã phản đối một cách khá có lý đối với trò này vì coi đó là một sự công bố sai lợi tức thực sự. Họ nhất mực đòi hỏi là các kết quả của mỗi năm phải được thể hiện như nó đã có, dù tốt hay xấu, và các cổ đông và các nhà phân tích phải được phép thực hiện việc tính trung bình và quân bình cho chính mình. Chúng ta hiện nay dường như đang chứng kiến một hiện tượng ngược lại, trong đó mọi người đều dự phòng nợ xấu càng nhiều càng tốt đối với năm 1970 đã bị lãng quên, sao cho để bắt đầu năm 1971 không chỉ là một tấm bảng sạch sẽ mà còn đặc biệt sẵn sàng thể hiện các con số bình quân mỗi cổ phiếu đáng hài lòng trong các năm tới.

Đây là lúc quay lại câu hỏi thứ nhất của chúng tôi. Vậy thì cái gì là lợi tức thực của ALCOA trong năm 1970? Câu trả lời chính xác hẳn là: 5,01 đô la trên một cổ phiếu, sau khi "pha loãng", trừ đi một phần của 82 xu "chi phí đặc biệt" có thể đã được quy một cách hợp lý cho các biến cố xảy ra năm 1970. Song chúng tôi không biết được các phần đó là gì, do vậy chúng tôi không thể thông báo một cách chính xác lợi tức thực cho năm đó. Ban quản trị và các nhà kiểm toán lẽ ra phải cho chúng ta biết nhận định tốt nhất của họ về diểm này, nhưng họ đã không làm việc đó. Hơn nữa, ban quản trị và các nhà kiểm toán lẽ ra phải dự phòng khoản khấu trừ cho sự cân đối của các chi phí đó từ lợi tức thông thường (ordinary earnings) của một số lượng thích hợp các năm trong tương lai - chẳng hạn như không quá năm năm. Rõ ràng là họ sẽ không thực hiện điều gì trong các điều đó, bởi vì họ đã giải quyết một cách tiện lợi toàn bộ tổng số đó bằng cách gán vào chi phí đặc biệt của năm 1970.

Các nhà đàu tư càng xem xét một cách nghiêm túc con số lợi tức trên một cổ phiếu như được công bố thì điều càng cần thiết đối với họ là phải cảnh giác đề phòng các nhân tố kế toán loại này hay loại khác có thể làm hỏng tính chất so sánh thực sự của các con số. Chúng tôi đã nêu ba loại nhân tố như vậy: việc sử dụng các chi phí đặc biệt, là những thứ có thể không bao giờ được phản ánh trong lợi tức trên mỗi cổ phiếu, việc giảm khấu trừ thuế thu nhập bình thường với lý do thua lỗ trong quá khứ, và nhân tố pha loãng nằm ẩn trong sự tồn tại của một số lượng lớn các chứng khoán có thể chuyển đổi hoặc các chứng chỉ quyền mua cổ phiếu[336]. Cái thứ tư có tác động đáng kể đối với lợi tức được báo cáo trong quá khứ là phương pháp xử lý khấu hao tài sản hữu hình (depreciation) - chủ yếu như là nằm giữa các thời hạn "tuyến tính" và "tăng tốc". Chúng tôi xin không đi vào chi tiết ờ đây. Song như một ví dụ hiện thời vào lúc chúng tôi đang viết, cho phép chúng tôi nêu lại các báo cáo năm 1970 của Công ty Trane. Công ty này cho biết mức tăng gần 20% đối với lợi tức trên mỗi cổ phiếu cho năm

1969 - 3,29 đô la so với 2,76 đô la - nhưng một nửa số đó đến từ sự quay trở lại tỷ lệ khấu hao tuyến tính cũ hơn, đỡ nặng ne hơn đối với lợi tức so với phương pháp tăng tốc được sử dụng cho năm trước đó (công ty đó sẽ tiếp tục sử dụng tỷ lệ tăng tốc đối với khoản lợi nhuận chịu thuế thu nhập của mình, do đó trì hoãn việc đóng thuế thu nhập đối với khoản chênh lệch). Còn một nhân tố khác, nhiều khi rất quan trọng, là sự lựa chọn giữa việc bút toán khóa sổ các chi phí nghiên cứu và triển khai trong năm mà chúng xảy ra hay là khấu trừ dần chúng trong một số năm. Cuối cùng, cho phép chúng tôi nêu sự lựa chọn giữa phương pháp FIFO (vào trước, ra trước) và phương pháp LIFO (vào sau, ra trước)[337] trong việc định giá hàng và nguyên vật liệu tồn kho[338].

Một điều lưu ý rõ ràng ở đây là các nhà đầu tư không nên quan tâm một chút nào đến các biến số kế toán đó nếu như số lượng liên quan tương đối nhỏ. Song Phố Wall vẫn cứ là chính nó; thậm chí các mục tương đối thứ yếu cũng có thể được xem trọng. Hai ngày trước khi báo cáo của ALCOA xuất hiện trên Wall Street Journal, tờ báo này đã có một thảo luận về một bản báo cáo tương ứng của Công ty hóa chất Dow Chemical. Cuộc thảo luận đã kết thúc với một lời nhận xét là "nhiều nhà phân tích" cảm thấy lo lắng bởi thực tế là Dow đã đưa một khoản 21 xu vào lợi nhuận thường lệ (regular profit) đối với năm 1969, thay vì xử lý nó như một khoản "lợi nhuận đột xuất" ("extraordinary income"). Vì sao lại ầm ĩ thế? Bởi vì rõ ràng là các đánh giá của Dow liên quan đến nhiều triệu đô la tính gộp lại dường như phụ thuộc vào cái gì mới đúng là phần trăm lợi nhuận của năm 1969 so với năm 1968 - trong trường hợp này hoặc là 9% hoặc là 4,5%. Điều đó dội lên ta như một cái gì đó thật ngớ ngẩn; thật khó tưởng tượng nổi các sai khác nhỏ như vậy liên quan đến kết quả của một năm lại có thể có liên quan tới lợi nhuận trung bình hoặc tăng trưởng tương lai, và tới sự định giá thận trọng, hiện thực đối với một doanh nghiệp.

Một cách tương phản, hãy xem xét một thông báo khác cũng xuất hiện vào tháng 1/1970. Thông báo này liên quan đến báo cáo cho năm 1970 của công ty Northwest Industries Inc[339]. Công ty này dự định bút toán xóa sổ, như một chi phí đặc biệt, không dưới 264 triệu đô la đánh rụp một cái. Trong số đó; 200 triệu đô la thể hiện thua lỗ sẽ được lấy từ việc dự kiến bán chi nhánh đường sắt cho các nhân viên của nó và khoản cân đối lấy từ việc điều chỉnh xuống giá của đợt mua chứng khoán gần đây. Tổng số tiền đó sẽ biến thành một thua lỗ khoảng 35 đô la trên một cổ phiếu thường trước khi được bù trừ bằng pha loãng, hay là gấp hai lần giá thị trường hiện tại khi đó. ờ đây, chúng ta thấy có một cái gì đó thực sự quan trọng. Nếu như giao dịch qua được, và nếu các luật thuế là không thay đổi, thua lỗ này được dự phòng cho năm 1970 sẽ cho phép Northwest Industries hiện thực hóa khoảng 400 triệu đô la lợi nhuận tương lai (trong vòng năm năm) từ các khoản lãi đa dạng khác mà không phải đóng thuế thu nhập trên đó[340]. Khi đó cái gì sẽ là lợi tức thực của doanh nghiệp đó; nó sẽ được tính toán trên cơ sở có hoặc không có khoản dự phòng gần 50% của thuế thu nhập mà công ty sẽ không phải đóng? Theo ý kiến của chúng tôi, cách tính đúng sẽ là đầu tiên phải xét đến sức kiếm lời trên cơ sở toàn bộ khoãn nợ thu thuế thu nhập, và phải rút ra một ý tưởng rộng lớn nào đó về giá trị của chứng khoán dựa trên ước tính đó. Cần phải thêm vào

đó một con số lãi chia thêm nào đó đề thế hiện giá trị trên một cổ phiếu của khoãn miễn trừ thuẽ quan trọng song chỉ là tạm thời mà công ty sẽ được hưởng (cũng căn tính đến sự pha loãng quy mô lớn có thê’ xảy ra trong trường hợp đó. Thực vậy, các phát hành trái phiếu ưu đãi có thể chuyên đổi và các chứng chỉ quyền mua có thê’ sẽ làm tăng lên gấp đôi lượng cổ phiếu thường lưu hành nẽu các quyền ưu đãi được thực hiện).

Tất cả điều đó có thê’ gây bối rối và lo lắng cho bạn đọc của chúng tôi, song đó là câu chuyện của chúng ta. Công tác kễ toán công ty thường là lắt léo; phân tích chứng khoán có thể rất phức tạp; sự định giá chứng khoán là thực sự đáng tin cậy chỉ trong các trường hợp ngoại lệ[341]. Đối với hầu hẽt các nhà đầu tư điều có lẽ tốt nhất là đảm bâo với họ là họ đang nhận được một giá trị tốt đối với các giá mà họ trả, và cứ để nó diễn tiến như thế.

Sử dụng lợi tức trung bình Vào những thời trước kia, các nhà phân tích và các nhà đầu tư tập trung sự chú ý đáng kể đến lợi tức trung bình trong một khoảng thời gian tương đối dài trong quá khứ - thường là từ bảy năm đến mười năm. "Con số trung bình cộng"[342] này đã rất hữu ích để là phẳng các điểm trồi sụt thường xuyên của chu kỳ kinh doanh, và nó được xem là cho một hình dung tốt hơn về sức kiếm lời của công ty so với kết quả chỉ của năm cuối cùng. Một ưu điểm quan trọng của quá trình tính trung bình như vậy là nó sẽ giải quyết vấn đề về việc cần phải làm gì với hầu như là tất cả các chi phí đặc biệt và tín dụng đặc biệt. Chúng sẽ phải được đưa vào trong lợi tức trung bình. Bởi vì chắc chắn là hầu hết các thua lỗ và lợi nhuận đó thể hiện một phần lịch sử hoạt động của công ty. Nếu chúng tôi thực hiện điều này đối với ALCOA, lợi tức trung bình đối với giai đoạn 1961-1970 (mười năm) có lẽ sẽ là 3,62 đô la và cho bây năm 1964-1970 sẽ là 4,62 đô la trên một cổ phiếu. Nếu các con số như vậy được sử dụng cùng với các đánh giá đối với sự tăng trưởng và ổn định của lợi tức trong cùng một giai đoạn thì chúng có thể sẽ đưa ra một bức tranh thực sự mang tính thông tin về tình hình hoạt động trong quá khứ của công ty.

Tinh toán tốc độ tăng trưởng trong quá khứ Điêu có tăm quan trọng hàng đầu là nhân tố tăng trưởng trong số liệu công ty được tính đến một cách phù hợp. Nếu như tăng trường cao thì lợi tức găn đây sẽ cao hơn nhiều mức trung bình của bây hoặc mười năm, và các nhà phân tích có thể cho rằng các con số dài hạn đó là không hợp lý. Không nên nói như vậy. Lợi tức có thể được biểu diễn bằng cã hai cách là trung bình và con số găn đây nhất. Chúng tôi đề xuất là tốc độ tăng trưởng phải được tính toán bằng cách so sánh con số trung bình của ba năm gần đây nhất với các con số tương ứng của 10 năm trước đó (nếu như có vẫn đề "các chi phí hoặc tín dụng đặc biệt" thì cần xử lý vấn đẻ này dựa trên cơ sở thỏa hiệp nào đó). Hãy xem tính toán sau đây đối với tăng trưởng của ALCOA được so sánh với Sears Roebuck và của cả nhóm DJIA nói chung.

Nhận xét: các con số ít ỏi này có thể được trở thành đối tượng của một cuộc tranh luận kéo dài. Chúng có thể cho thấy, cũng giống như các con số khác được tạo ra bởi xử lý toán học phức tạp, sự tăng trưởng lợi tức thực sự đối với một giai đoạn dài 1958-1970. Song con số này, thường được xem là trung tâm trong các định giá cổ phiếu thường, sẽ thích hợp như thế

nào trong trường hợp ALCOA? Tốc độ tăng quá khứ của nó là vượt trội, tốt hơn tốc độ tăng của Sears Roebuck đang được tôn vinh và cao hơn nhiều so với tốc độ của chỉ số tổng hợp DJIA. Song giá thị trường vào đầu năm 1971 dường như không dành một sự chú ý nào đến tình hình hoạt động tốt đẹp này. ALCOA chỉ bán được ở mức 11,5 lần con số trung bình của ba năm gần đây, trong khi đó Sears bán được ở mức 27 lần và DJIA bán được ở mức trên 15 lần. Tại sao lại như thế? Rõ ràng là ở Phố Wall người ta có cái nhìn tương đối bi quan về diễn biến tương lai của lợi tức ALCOA, tương phản với số liệu sổ sách quá khứ của công ty. Một cách khá ngạc nhiên, mức giá cao đối với ALCOA đã được thực hiện ngay từ năm 1959. Vào năm đó nó được bán ở mức 116 đô la, hay là gấp 45 lần lợi tức của nó (so với giá cao đã điều chỉnh năm 1959 là 25,5 đô la đối với Sears Roebuck, hay là 20 lần lợi tức khi đó của công ty này). Mặc dù lợi nhuận của ALCOA cho thấy sự tăng trưởng tuyệt vời từ đó trở đi, điều hiển nhiên là trong trường hợp này, các cơ hội tương lai đã được đánh giá cao quá mức trong giá thị trường. Nó kết thúc năm 1970 ở mức đúng bằng một nửa của mức đỉnh cao năm 1959, trong khi đó Sears tăng giá gấp 3 lần và DJIA nhảy lên gần 30%.

BÀNG 12-1

	ALCOA	Sears Roebuck	DJIA
Lợi tức trung bình 1968–1970	4,95a đô la	2,87 đô la	55,40 đô la
Lợi tức trung bình 1958–1960	2,08 đô la	1,23 đô la	31,49 đô la
Tăng trưởng	141,0%	134,0%	75,0%
Tốc độ năm (gộp)	9,0%	8,7%	5,7%

a Ba phần năm của chi phí đặc biệt 82 xu trong năm 1970 được khấu trừ ở đây.

Điều cần được chỉ ra là lợi tức trên các quỹ vốn của ALCOA[343] chỉ ở mức trung bình hoặc thấp hơn, và đó có lẽ là nhân tố quyết định ở đây. Các hệ số nhân cao được duy trì trên thị trường chứng khoán chỉ khi nào công ty duy trì được khả năng có lợi nhuận cao hơn mức trung bình.

Tại điểm này, cho phép chúng tôi áp dụng vào ALCOA đè nghị mà chúng tôi đã nêu trong chương trước đối với "quy trình định giá hai phần"[344]. Cách tiếp cận như vậy có thể tạo ra "giá trị hoạt động trong quá khứ" đối với ALCOA là 10% của DJIA, hay 84 đô la trên một cổ phiếu so với giá đóng cửa 840 đô la đối với DJIA vào năm 1970. Trên cơ sở đó, các cổ phiếu trông có vẻ khá hấp dẫn với các giá 57,25 đô la.

Nhà phân tích cấp cao cần phải hạ "giá trị hoạt động trong quá khứ" đến mức nào để tính đến các diễn biến bất lợi mà anh ta đã nhìn thấy trong tương lai? Thú thực là chúng tôi cũng không có một ý tưởng nào. Giả sử anh ta có lý do để tin là lợi tức của năm 1971 sẽ có thể thấp đến mức 2,50 đô la trên một cổ phiếu - một sự sụt giảm lớn từ con số của năm 1970, so với sự tăng lên được kỳ vọng đối với DJIA. Rất có khả năng là thị trường chứng khoán sẽ tiếp nhận kết quả hoạt động tồi tệ này một cách rất nghiêm túc, song liệu thị trường chứng khoán có thực sự xác minh rằng Công ty Nhôm Hoa Kỳ đã từng một thời hùng mạnh lại là một doanh nghiệp tương đối không lời lãi không?[345] (trong năm 1971, giá giảm từ mức cao 70 đô la trong tháng 5 xuống mức thấp 36 đô la trong tháng 12, so với giá trị sổ sách là 55 đô la).

ALCOA chắc chắn là một công ty công nghiệp tiêu biểu với quy mô khổng lồ, song chúng tôi cho rằng lịch sử giá và lợi tức của công ty này bất bình thường hơn, thậm chí mâu thuẫn hơn, so với hầu hết các doanh nghiệp lớn khác. Ví dụ này hỗ trợ ở mức độ nào đó cho các nghi ngờ mà chúng tôi nêu lên trong chương trước về mức độ phụ thuộc của quy trình định giá khi được áp dụng vào một công ty công nghiệp tiêu biểu.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 12 Bạn có thể bị lừa bởi một gã bảnh chọe cầm cây bút dễ dàng hơn so với một gã bảnh chọe cầm cây súng.

- Bo Diddley TRÒ CHƠI CÁC CON số Thậm chí Graham cũng sẽ phải giật mình về mức độ mà các công ty và các nhà kế toán của họ đã đẩy giới hạn của phép tắc ứng xử tới trong một vài năm gần đây. Được bù đắp lớn thông qua các hợp đồng quyền chọn mua/bán cổ phiếu, các thành viên hội đồng quản trị hàng đầu đã hiểu rằng họ có thể trở nên giàu có không thể tưởng tượng nổi chỉ bằng việc tăng lợi tức công ty của họ trong một vài năm liền vận hành[346]. Hàng trăm công ty đã vi phạm tinh thần, nếu không phải lời văn, của các nguyên tắc kế toán: biến các báo cáo tài chính của mình thành thứ mập mờ khó hiểu, trang điểm lòe loẹt cho các kết quả tồi tệ bằng các "đồ trang sức" rẻ tiền, che giấu các chi tiêu, hay nặn ra lợi tức từ không khí loãng. Hãy nhìn vào một vài thông lệ thực hành bốc mùi trong số đó.

cứ NHƯ THẾ LÀ THẬT!

CÓ lẽ kiểu trò quỷ thuật kế toán phổ biến nhất là trò lợi tức "dự toán theo lệ" ("pro forma"). Có một câu châm ngôn lâu năm ờ Phố Wall là mỗi một ý tưởng tồi đêu bắt đâu như một ý tưởng hay, và sự thể hiện lợi tức dự toán theo lệ cũng không có gì khác. Mục đích ban đầu là nhằm cung cấp một bức tranh đúng hơn về sự tăng trưởng dài hạn của lợi tức bằng cách điều chỉnh đối với các lệch lạc ngắn hạn khỏi xu thế đã định hoặc đối với các diễn biến được cho là "không định kỳ". Một thông cáo dự toán theo lệ, chẳng hạn, có thể cho thấy là công ty lẽ ra đã đạt được những gì trong năm qua nếu như công ty khác mà nó vừa mua đã là một bộ phận của "gia đình công ty" trong toàn bộ 12 tháng.

Song khi những năm tồi tệ của thập kỷ 1990 đang diễn ra, các công ty đã không thể để mặc sự việc ở trạng thái tốt nhất. Hãy nhìn vào các ví dụ dưới đây của trò gian trá về lợi tức dự toán theo lệ:

• Đối với quý kết thúc vào ngày 30/9/1999, Công ty InfoSpace thông báo lợi tức dự toán theo lệ của mình cứ như thể là nó không phải trả 159,9 triệu đô la cổ tức cổ phiếu ưu đãi.

• Đối với quý kết thúc vào ngày 31/10/2001, Công ty BEA Systems thông báo lợi tức dự toán theo lệ của mình cứ như thể là nó không phải đóng 193 triệu đô la tiền thuế theo bảng lương trên các hợp đồng quyền chọn mua/bán cổ phiếu được thực hiện bởi các nhân viên của công ty.

• Đối với quý kết thúc vào ngày 31/3/2001, Công ty JDS Uniphase thông báo lợi tức dự toán theo lệ của mình cứ như thể là nó không phải đóng 4 triệu đô la tiền thuế theo bảng lương, không thua lỗ 7 triệu đô la đầu tư vào các chứng khoán tồi tệ, và không gánh chịu 2,5 tỷ đô la cho các chi phí liên quan đến sự sáp nhập công ty và đặc quyền kế nghiệp.

Một cách ngắn gọn, lợi tức dự toán theo lệ cho phép công ty thể hiện là lẽ ra họ đã có thể thực hiện tốt thế nào nếu như họ đã không thực hiện tồi tệ như họ đã thực hiện[347]. Như

một nhà đầu tư thông minh, điều duy nhất bạn cần làm đối với các lợi tức dự toán theo lệ là không để ý đến chúng.

THÈM KHÁT sự THỪA NHẬN Năm 2002, Qwest Communications International, một công ty khổng lồ về viễn thông, trông rất khỏe mạnh. Cổ phiếu của công ty này sụt ít hơn 5%, ngay cả khi thị trường chứng khoán mất hơn 9% năm đó.

Song các báo cáo tài chính của Qwest có chứa một tiết lộ lặt vặt nhỏ. Vào cuối năm 1999, Qwest quyết định công nhận doanh thu từ các niên giám điện thoại ngay khi các cuốn này được xuất bản - mặc dù, như bất cứ ai đã từng được nhận quảng cáo Trang Vàng đèu biết, nhiều doanh nghiệp trả tiền cho các quảng cáo đó dãn từng tháng. Một câu thần chú! Câu nghe có vẻ tầm thường "thay đổi trong nguyên tắc thống kê" đã bơm lợi tức ròng của năm 1999 lên thêm 240 triệu đô la sau thuế - một phần năm tổng số tiền mà Qwest kiếm được năm đó.

Giống như một miếng băng nhỏ tôn lên cả tảng băng chìm, việc công nhận doanh thu một cách lấn át thường là dấu hiệu của những nguy hiểm đã ăn sâu và hiện lên lù lù - và điều đã xảy ra ở Qwest cũng đúng như vậy. Đến đẩu năm 2003, sau khi xem xét lại các báo cáo tài chính trước đó của mình, công ty này đã tuyên bố là đã cống nhận lợi nhuận sớm trước thời gian quy định trên doanh số bán thiết bị, đã vào sổ không đúng các chi phí dịch vụ do người ngoài cung cấp, đã ghi sổ một cách không phù hợp các chi phí như thể chúng là các tài sản vốn chứ không phải chi phí, và xử lý một cách không thể biện minh sự giao dịch tài sản như thể chúng được bán đứt. Tất cả điều đó nói lên doanh thu[348] của Qwest cho năm 2000 và 2001 đã được phóng đại lên thêm 2,2 tỷ đô la - bao gồm cả 80 triệu đô la từ các "thay đổi về nguyên tắc kế toán" trước đây mà bây giờ được đảo ngược lại[349].

CÁC VI PHẠM LỚN Vào cuối những năm 1990, Công ty Global Crossing có những tham vọng vô hạn. Công ty đóng trụ sở ở Bermuda này đã xây dựng lên cái mà nó gọi là "mạng lưới cáp quang tích hợp toàn cầu đầu tiên" với trên 100 nghìn dặm cáp, hầu hết là đặt dưới đáy của các đại dương trên thế giới. Sau khi đã đặt xong hệ thống cáp trên toàn thế giới, Global Crossing có thể bán cho các công ty viễn thông khác quyền được truyền tin qua hệ thống cáp của nó. Chỉ trong năm 1998, Global Crossing đã chi trên 600 triệu đô la để xây dựng mạng quang của mình. Trong năm đó, gần một phần ba ngân sách xây dựng đã được bút toán so với doanh thu như là khoản chi tiêu được gọi là "chi phí về dung lượng đã được bán". Nếu như không có khoản chi phí 178 triệu đô la đó, Global Crossing - khi đó báo cáo khoản lỗ ròng 96 triệu đô la - có lẽ đã có thể báo cáo khoản lợi nhuận ròng là khoảng 82 triệu đô la.

Trong năm sau, một chú giải dịu dàng trong báo cáo năm 1999 cho biết, Global Crossing đã "khởi phát cách kế toán hợp đồng dịch vụ". Công ty đã không còn bút toán hầu hết chi phí xây dựng như là các chi tiêu so với doanh thu có ngay mà công ty nhận được từ việc bán dung lượng truyền tải trên mạng cáp của mình. Thay vào đó, một phần lớn các chi phí xây

dựng đó bây giờ sẽ được xử lý không phải như chi phí hoạt động mà là chi phí vốn - do vậy làm tăng tổng tài sản có của công ty, thay vì làm giảm lợi tức ròng của nố[350].

Chỉ bằng một cái đũa thần vung lên, các tài sản "sở hữu và trang thiết bị" của Global Crossing đã tăng thêm 575 triệu đô la, trong khi chi phí bán hàng chỉ tăng có 350 triệu đô la - mặc dù công ty đã tiêu tiền như một gã thủy thủ say rượu.

Các chi phí vốn là một công cụ thiết yếu đối với các nhà quản lý để làm sao cho doanh nghiệp tăng trưởng lớn hơn và tốt hơn. Song các quy định kế toán đáng nguyền rủa đã cho phép các nhà điều hành thổi phồng lợi nhuận báo cáo bằng cách chuyển các chi phí hoạt động thông thường thành tài sản vốn. Như trường hợp của Global Crossing cho thấy, nhà đầu tư thông minh cần phải chắc chắn rằng mình hiểu được một công ty thực hiện vốn hóa như thế nào và tại sao.

CÂU CHUYÊN VẼ HÀNG TỒN KHO Giống như nhiều nhà sản xuất chip bán dẫn khác, Công ty Micron Technology chịu sự sụt giảm doanh số bán sau năm 2000. Thực vậy, Micron bị một đòn nặng do sự sụt giảm về nhu cầu đến nỗi nó bắt đầu phải điều chỉnh xuống giá trị hàng tồn kho của mình - bởi vì các khách hàng rõ ràng là không muốn mua chúng với cái giá mà Micron đã đề nghị. Trong quý kết thúc vào tháng 5/2001, Micron đã bút toán giảm giá trị ghi sổ của hàng tồn kho đi 261 triệu đô la. Hâu hết các nhà đầu tư diễn giải sự điều chỉnh xuống đó không phải là một chi phí hoạt động thông thường hoặc định kỳ, mà là một sự việc bất bình thường.

Song hãy nhìn xem cái gì đã xảy ra sau đó:

HÌNH 12-1 Một blốc của các chip cũ Micron đã bút toán các điều chỉnh xuống giá tiếp theo của hàng lưu kho trong từng quý của sáu quý tài chính tiếp theo. Liệu việc hạ giá hàng lưu kho của Micron có phải là một sự kiện không định kỳ, hay nó đã trở thành một tình huống thường xuyên? Các bộ óc suy xét hợp lẽ có thể nhìn nhận khác nhau về trường hợp cụ thể này, song một điều rất rõ ràng: nhà đầu tư thông minh cần phải luôn cảnh giác đối với những chi phí "không định kỳ", là những cái, giống như con thỏ chạy pin Energizer, vẫn cứ tiếp tục chuyển động[351].

QUY MÔ QUỸ LƯƠNG Hiru Năm 2001, Công ty SBC Communications là kẻ sở hữu các quyền lợi trong Cingular Wireless, Pactel và Southern New England Telephone, đã kiếm được 7,2 tỷ đô la lợi nhuận ròng - một kết quả hoạt động xuất sắc trong một năm tồi tệ đối với ngành công nghiệp viễn thông bị mở rộng quá mức. Song lợi nhuận này không chỉ đến từ kinh doanh của SBC. Một khoản *\.4 tỷ đô la trong số đó - tức 13% lợi nhuận ròng của công ty - đến từ quỹ lương hưu của công ty.

Do SBC có nhiều tiền hơn trong quỹ lương hưu so với khoản được ước tính là cần phải có để trả cho các phúc lợi tương lai của nhân viên công ty, công ty buộc phải xem sự sai khác này như lợi nhuận hiện tại. Một lý do đơn giản của khoản thặng dư đó: năm 2001, SBC đã nâng

tỷ suất lợi nhuận mà nó kỳ vọng sẽ đạt được trên các hoạt động đầu tư của quỹ lương hưu là 8,5% lên 9,5% - do vậy làm giảm lượng tiền cần phải để sang một bên ngày hôm nay.

SBC giải thích kỳ vọng lạc quan mới của mình bằng cách lưu ý rằng "đối với mỗi trong ba năm kết thúc vào 2001, tỷ suất lợi nhuận trên đầu tư thực 10 năm đã vượt 10%". Nói cách khác, do tỷ suất lợi nhuận quá khứ của chúng tôi cao, nên hãy cho phép giả định là tỷ suất lợi nhuận tương lai của chúng tôi cũng sẽ cao. Song điều này không những không qua được các phép kiểm định logic sơ đẳng nhất, mà nó còn công khai đi ngược lại thực tế là lai suất đang giảm xuống mức thấp gần kỷ lục, làm giảm đi tỷ suất lợi nhuận tương lai trên bộ phận trái phiếu trong danh mục đầu tư của quỹ lương hưu. Thực vậy$_w$ cũng trong năm đó. Berkshire Hathaway của Warren Buffet đã giảm tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng trên các tài sản của quỹ lương hưu của mình từ 8,3% xuống 6,5%. Liệu SBC có thực tế không khi giả định là các nhà điều hành quỹ lương hưu của mình có thể vượt qua một cách đáng kể nhà đầu tư vĩ đại nhất thế giới? Chắc là không: trong năm 2001, quỹ hưu của Berkshire Hathaway lãi 9,8%, còn quỹ hưu của SBC thì lỗ 6,9%[352].

Đây là một vài cân nhắc nhanh đối với nhà đầu tư thông minh: liệu "phúc lợi hưu ròng" có lớn hơn 5% lợi tức ròng của công ty? (Nếu có, liệu bạn có vẫn cảm thấy thoải mái với các lợi tức khác của công ty nếu như các lợi nhuận hưu đó sẽ ra đi trong các năm tương lai?); 'Tỷ suất lợi nhuận dài hạn trên các tài sản của quỹ lương hưu" giả định có hợp lý không? (Tại thời điểm năm 2003, bất cứ cái gì trên mức 6,5% đều là đáng ngờ, trong khi một tỷ suất tăng là điều cực kỳ hoang tưởng).

NHÀ ĐẦU TƯ HÃY CẢNH GIÁC Một số biển báo hiệu sẽ giúp bạn tránh mua phải chứng khoán mà sau này có thể trở thành một quả bom nổ chậm về kế toán:

Hãy đọc ngược từ cuối lên đâu. Khi bạn nghiên cứu báo cáo tài chính của một công ty, hãy bắt đầu đọc từ trang cuối cùng và chậm rãi đi ngược dần về phía trước. Bất cứ điều gì mà công ty không muốn bạn tìm ra đêu được vùi lấp ở phía sau - đó chính là nguyên nhân vì sao bạn cần phải xem từ đó trước tiên.

Hãy đọc các ghi chú. Đừng bao giờ mua một chứng khoán mà không đọc các chú giải của các báo cáo tài chính trong các báo cáo năm. Một ghi chú quan trọng, thường được dán nhãn là "tóm tắt các phương châm kế toán quan trọng", mô tả cách công ty công nhận doanh thu, kiểm kê hàng lưu kho, xử lý các khoản bán hàng trả góp hay theo hợp đồng, chi trả các chi phí tiếp thị và tính đến các khía cạnh chủ yếu khác trong kinh doanh của công ty[353]. Trong các chú giải khác, hãy dè chừng các thông báo về nợ, hợp đồng quyền chọn mua/bán cổ phiếu, cho khách hàng vay, dự trữ phòng lỗ, và các "nhân tố rủi ro" khác có thể lấy đi một miếng lớn từ lợi tức. Trong số những thứ có thể sẽ làm râu tóc bạn dựng ngược lên có những thuật ngữ kỹ thuật kiểu như "được vốn hóa", "được hoãn lại" và "tái cấu trúc" - và những từ tiếng Anh chất phác báo hiệu là công ty đã thay đổi thông lệ kế toán của mình, kiểu như "bắt đầu", "thay đổi", "tuy nhiên". Không từ nào trong số đó có nghĩa là bạn không nên mua chứng khoán, song tất cả chúng đều có nghĩa là bạn cần phải khảo sát tiếp. Hãy đảm bảo

rằng bạn sẽ so sánh các chú giải đó với các chú giải trong các bản báo cáo tài chính của ít nhất một công ty là đối thủ cạnh tranh gãn nhất, để thấy là các nhà kế toán trong công ty của bạn tháo vát đến mức nào.

Hãy đọc thêm nữa. Nêu bạn là một nhà đầu tư mạnh bạo mong muốn dành rất nhiều thời gian và sức lực vào danh mục đầu tư của mình, khi đó bạn cãn có nghĩa vụ với chính mình là phải biết nhiều hơn nữa về việc báo cáo tài chính. Đó là cách duy nhất để giảm thiểu khả năng bạn bị đánh lạc hướng bởi một báo cáo lợi tức lắm mưu mẹo. Ba cuốn sách rất hay đãy những ví dụ kịp thời và cụ thể là Financial Statement Analysis (Phân tích báo cáo tài chính) của Martin Fridson và Fernando Alvarez, The Financial Numbers Game (Trò chơi con số tài chính) của Charles Malford và Eugene Comiskey, và Financial Shenanigans (Những trò tháu cáy tài chính) của Howard Schỉlỉt[354].

CHƯƠNG 13 So sánh bôn công ty niêm yết Trong chương này, chúng tôi muốn trình bày một ví dụ mẫu về phân tích chứng khoán hiện đang được thực hiện. Chúng tôi đã lựa chọn, ít nhiều mang tính ngẫu nhiên, bốn công ty được xem là thành đạt trong danh sách niêm yết tại sở Giao dịch Chứng khoán New York. Đó là ELTRA Corp. (sáp nhập của hai doanh nghiệp Electric Autolite và Mergenthaler Linotype), Emerson Electric Co. (một nhà sản xuất các sản phẩm điện và điện tử); Emery Air Freight (một nhà vận chuyển nội địa hàng hóa đường không) và Enhart Corp. (ban đầu chỉ là một nhà sản xuất các máy đóng chai, song hiện nay kinh doanh cả trang bị của các nhà xây dựng)[355]. Có một số điểm giống nhau chung giữa ba công ty sản xuất nói trên, song sự khác nhau có lẽ còn lớn hơn. Cần phải có đủ các loại số liệu tài chính và hoạt động khác nhau để thực hiện nghiên cứu mà chúng ta quan tâm.

Trong bảng 13-1, chúng tôi trình bày tóm tắt về cái mà bốn công ty bán ra trên thị trường vào cuối năm 1970, và một vài con số về các hoạt động năm 1970 của chúng. Sau đó; chúng tôi sẽ nêu chi tiết về một số tỷ số then chốt có liên quan một mặt là đến tình hình hoạt động và mặt khác là đến giá. Bình luận sẽ được viện dẫn để xem việc các khía cạnh khác nhau của quy luật hoạt động đã thống nhất với quy luật về giá tương đối (relative price) như thế nào. Cuối cùng, chúng tôi sẽ đánh giá bốn công ty được xem xét đó; đưa ra một số so sánh và mối tương quan, đánh giá mỗi công ty theo yêu cầu của một nhà đầu tư cổ phiếu thường thận trọng.

BẢNG 13-1 : So sánh bốn công ty niêm yết

	ELTRA	Emerson Electric	Emery Air Freight	Emhart Corp.
A. Vốn hóa				
Giá cổ phiếu thường, 31/12/1970 (đô la)	27	66	57,75	32,75
Số lượng cổ phiếu thường	7.714.000	24.884.000a	3.807.000	4.932.000
Trị giá thị trường của cổ phiếu thường (đô la)	208.300.000	1.640.000.000	220.000.000	160.000.000
Các trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi (đô la)	8.000.000	42.000.000		9.200.000
Tổng vốn hóa (đô la)	216.300.000	1.682.000.000	220.000.000	169.200.000
B. Các khoản lợi nhuận (đô la)				
Doanh số, 1970 (đô la)	454.000.000	657.000.000	108.000.000	227.000.000
Lợi nhuận ròng, 1970 (đô la)	20.773.000	54.600.000	5.679.000	13.551.000
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1970 (đô la)	2,70	2,30	1,49	2,75b
Lợi tức trên một cổ phiếu, trung bình, 1968–1970 (đô la)	2,78	2,10	1,28	2,81
Lợi tức trên một cổ phiếu, trung bình, 1963–1965 (đô la)	1,54	1,06	0,54	2,46
Lợi tức trên một cổ phiếu, trung bình, 1958–1960 (đô la)	0,54	0,57	0,17	1,21
Cổ tức hiện tại (đô la)	1,20	1,16	1,00	1,20
C. Các khoản trong bảng cân đối, 1970c (đô la):				
Tài sản có hiện tại (đô la)	205.000.000	307.000.000	20.400.000	121.000.000
Tài sản nợ hiện tại (đô la)	71.000.000	72.000.000	11.800.000	34.800.000
Tài sản ròng của cổ phiếu thường (đô la)	207.000.000	257.000.000	15.200.000	133.000.000
Trị giá sổ sách trên một cổ phiếu (đô la)	27,05	10,34	3,96	27,02

a Giả định có chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi.

b Sau khi trừ chi phí đặc biệt 13 xu trên một cổ phiếu.

c Năm kết thúc vào tháng 9/1970.

Thực tế gây ấn tượng nhất về bốn công ty này là tỷ số giá/lợi tức hiện tại dao động lớn hơn nhiều so với kết quả hoạt động hay điều kiện tài chính của chúng. Hai trong số các công ty - ELTRAvà Emhart - được định giá ở mức vừa phải, chỉ có 9,7 lần và 12 lần lợi tức trung bình đối với năm 1968-1970, so với con số tương tự 15,5 lẳn đối với DJIA. Hai công ty kia - Emerson và Emery - cho thấy hệ số rất cao là 33 và 45 lần lợi tức. Chắc hẳn phải có một giải thích nào đó về sự khác nhau như vậy, và giải thích đó là nằm trong sự tăng trưởng vượt trội lợi nhuận của các công ty được ưa thích trong những năm gần đây, đặc biệt là công ty vận tải hàng hóa đường không (song con số tăng trưởng của hai công ty kia cũng không phải là không tốt đẹp).

Để xem xét một cách toàn diện hơn, cho phép chúng tôi điểm lại một cách ngắn gọn các thành phần cơ bản của kết quả hoạt động theo như chúng xuất hiện từ các con số của chúng tôi.

1. Khả năng có lợi nhuận, (a) Tất cả các công ty đều thể hiện mức lợi tức thỏa đáng trên giá trị sổ sách của chúng, song con số đối với Emerson và Emery cao hơn nhiều so với hai công ty kia. Một tỷ suất lợi nhuận cao trên vốn đầu tư thường đi kèm với tốc độ tăng trưởng hằng năm cao về lợi tức trên một cổ phiếu[356]. Tất cả các công ty, trừ Emergy đều thể hiện mức lợi tức trên giá trị sổ sách tốt hơn trong năm 1969 so với năm 1961,[ế] song con số của Emery lớn hơn một cách khác thường trong cả hai năm đó. (b) Đối với các công ty sản xuất, con số lợi nhuận trên một đô la doanh số thường là biểu hiện sức mạnh hoặc sức yếu tương đối. ở đây, chúng tôi sử dụng "tỷ số lợi nhuận hoạt động trên doanh số" như được nêu trong "Báo cáo chứng khoán niêm yết" của Standard & Poor's, ở đây, một lần nữa, các kết quả là thỏa đáng đối với tất cả bốn công ty, trong đó đặc biệt ấn tượng là kết quả mà Emerson thể hiện. Các thay đổi giữa năm 1961 và 1969 dao động đáng kể giữa các công ty.

2. Độ ổn định. Chúng tôi đo thành phần này bằng mức giảm lớn nhất của lợi tức trên mỗi cổ phiếu trong một năm bất kỳ của mười năm đã qua, so với trung bình của ba năm gần đây nhất. Không có sự suy giảm nào chuyên được thành 100% độ ổn định, và điều này đã được ghi nhận bởi hai mối quan tâm phổ biến. Song sự suy giảm của ELTRA và Emhart là khá vừa phải trong "năm tồi tệ" 1970, chỉ đến 8% của mỗi hãng theo phép đo của chúng tôi, so với 7% đối với DJIA.

3. Tăng trưởng. Hai công ty có hệ số nhân thấp thể hiện được tốc độ tăng trưởng tương đối thỏa đáng, trong cả hai trường hợp đều thể hiện tốt hơn so với Dow Jones. Các con số của ELTRA là đặc biệt ấn tượng khi được đối chiếu với tỷ số giá/lợi tức thấp của công ty này. Tốc độ tăng trưởng tất nhiên là ấn tượng hơn đối với cặp công ty có hệ số nhân cao.

4. Vị thế tài chính. Ba công ty sản xuất đang trong điều kiện tài chính rất đẹp, có tỷ số 2 đô la tài sản có hiện tại trên 1 đô la tài sản nợ hiện tại, một tỷ số tốt hơn mức tiêu chuẩn. Emery Air Freight có tỷ số thấp hơn, song nó nằm trong một phạm trù khác, và với số liệu sổ sách đẹp đẽ của nó, nó chắc không có vấn đề gì trong việc huy động số tiền cần thiết. Tất cả các công ty đèu có nợ dài hạn tương đối thấp. Lưu ý về "pha loãng": Emerson Electric có 163 triệu đô la giá trị thị trường của các cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi với cổ tức thấp đang lưu hành vào cuối năm 1970. Từ phân tích của mình, chúng tôi đã đưa ra khoản dự phòng đối với nhân tố pha loãng theo cách thông thường bằng cách xem cổ phiếu ưu đãi như thể nó đã được chuyển đổi thành cổ phiếu thường. Điều đó làm giảm lợi tức gần đây khoảng 10 xu trên một cổ phiếu hay là khoảng 4%.

5. Cổ tức. Điêu thực sự có ý nghĩa là lịch sử trả cổ tức tồn tại liên tục không bị ngắt quãng. Thành tích tốt nhất ở đây là của Emhart;[Ễ] công ty này chưa he đình hoãn một khoản tiền thanh toán nào kể từ năm 1902. Thành tích của ELTRA là rất tốt, của Emhart là tương đối thỏa đáng, còn Emery Freight là kẻ mới đến. Các dao động về tỷ lệ phần trăm tiền chi trả

dường như không khác nhau một cách đáng kể. Mức tỷ suất cổ tức là cao gấp đôi ở "cặp rẻ tiền" so với ở "cặp đắt tiền", theo như tỷ lệ giá/lợi tức cho thấy.

6. Lịch sử giá. Bạn đọc có lẽ sẽ rất ấn tượng về sự tăng tỷ lệ phần trăm thể hiện trong giá của tất cả bốn phát hành này, khi được đo từ điểm thấp nhất tới điểm cao nhất trong vòng 34 năm qua (trong tất cả các trường hợp, giá thấp đã được điều chỉnh đối với các chia tách chứng khoán tiếp sau). Lưu ý là đối với DJIA, phạm vi từ thấp đến cao trong khoảng 11 trên 1; đối với bốn công ty của chúng ta, phạm vi này biến động "chỉ có" từ 17 trên 1 đối với Emhart cho đến không ít hơn 528 trên 1 đối với Emery Air Freight[357]. Tăng giá gấp nhiều lần là đặc trưng của hầu hết các phát hành cổ phiếu thường trước đây của chúng ta, và chúng cho thấy những cơ hội lớn về lợi nhuận đã từng tồn tại trên các thị trường chứng khoán trong quá khứ (song chúng cũng đã có thể cho thấy là những lần sụt giảm là quá mức đến thế nào trong các thị trường giá xuống trước năm 1950, khi mà các mức giá thấp được ghi nhận), cả ELTRA và Emhart đèu bị mức giá giảm tới trên 50% trong đợt sụt giá bất thình lình 1969-1970. Emerson và Emery có sự sụt giảm nghiêm trọng, song ít đau đớn hơn; Emerson đã phục hồi trở lại mức cao mới của mọi thời đại vào cuối năm 1970, còn Emery thì vào đầu năm 1971.

Các quan sát chung đối với bốn công ty Emerson Electric có một tổng giá trị thị trường khổng lồ, làm cho cả ba công ty kia cộng lại trông có vẻ rất nhỏ[358]. Đây là một trong những "công ty có đặc quyền kế nghiệp khổng lồ" sẽ được bình luận sau này. Một nhà phân tích tài chính có may mắn (hoặc không may) với một kỷ niệm tốt đẹp sẽ nghĩ về một sự giống nhau giữa Emerson Electric và Zenith Radio, và điều đó có lẽ cũng không làm người ta yên lòng. Bởi vì Zenith có một lịch sử tăng trưởng tuyệt vời trong nhiều năm,[ễ] nó cũng được bán trên thị trường với cái giá 1,7 tỷ đô la (năm 1966); song lợi nhuận của nó đã tụt từ 43 triệu đô la vào năm 1968 xuống chỉ còn một nửa mức đó vào năm 1970, và trong cuộc bán tháo lớn trong năm đó, giá của nó giảm xuống còn 22,5 đô la so với đỉnh cao 89 đô la trước đó. Các dao động lớn chứa đựng các rủi ro lớn.

Emery Air Freight chắc hẳn là một công ty triển vọng nhất trong bốn công ty xét về sự phát triển tương lai, ngay cả nếu như tỷ lệ giá/lợi tức tới gần 40 lần mức lợi tức báo cáo cao nhất của nó chỉ được biện minh một phần thôi. Sự tăng trưởng trong quá khứ tất nhiên là hết sức ấn tượng. Song các con số đó có lẽ không quan trọng đến vậy đối với tương lai nếu như chúng ta để ý rằng các con số đó khởi đầu khá nhỏ, chỉ ở mức 570.000 đô la lợi tức ròng trong năm 1958. Thực tế thường cho thấy tiếp tục tăng trưởng ở nhịp độ cao sau khi quy mô và lợi nhuận đã mở rộng thành các con số tổng lớn là điều khó khăn hơn nhiều. Khía cạnh đáng ngạc nhiên nhất trong câu chuyện về Emery là lợi tức và giá thị trường của công ty này tiếp tục tăng một cách nhanh chóng trong năm 1970, là năm tồi tệ nhất trong lịch sử ngành công nghiệp vận chuyển hành khách hàng không nội địa. Đây thực sự là một thành tựu quan trọng, song nó dấy lên một câu hỏi là liệu lợi nhuận tương lai có không bị tổn thương trước các diễn biến bất lợi, thông qua sự cạnh tranh ngày càng mạnh, áp lực cho những dàn xếp mới giữa các nhà chuyển phát hàng hóa và các hãng hàng không, vân vân. Một nghiên cứu

chi tiết có lẽ là cần thiết trước khi một phân xử hợp lý có thể được đưa ra đối với các vấn đề này, song nhà đầu tư thận trọng không thể loại các vấn đề đó ra khỏi sự tính toán của mình.

Emhart và ELTRA. Emhart đã làm được tốt hơn trong ngành kinh doanh của nó so với trên thị trường chứng khoán trong vòng 14 năm qua. Năm 1958, công ty này đã bán ở mức cao tới 22 lần lợi tức hiện tại, cỡ khoảng bằng cùng một tỷ lệ đối với DJIA. Sau đó, lợi nhuận của công ty tăng gấp 3 lần, so với mức tăng chưa đến 100% đối với chỉ số Dow, song mức giá đóng cửa trong năm 1970 chỉ là vượt mức cao của năm 1958 một phần ba giá trị, so với 43% đối với Dow. Số liệu sổ sách của ELTRA cũng tương tự. Dường như là không có công ty nào trong các công ty này sở hữu một vẻ đẹp quyến rũ, kiểu như "sự hấp dẫn giới tính" trên thị trường hiện tại; song trong tất cả các số liệu thống kê, chúng đã thể hiện tốt đẹp một cách đáng ngạc nhiên. Triển vọng tương lai của chúng? Chúng tôi không có nhận xét uyên bác nào để nêu ra ở đây, song đây là điều mà Standard & Poor's đã phải nói về bốn công ty này trong năm 1971 :

ELTRA - "Triển vọng dài hạn: một số hoạt động có tính chu kỳ, song vị thế cạnh tranh đã được xác lập và sự đa dạng hóa là các nhân tố bù trừ".

Emerson Electric - "Mặc dù được định giá một cách phù hợp (ở mức 71 đô la) dựa theo triển vọng hiện tại, các cổ phiếu có được sự hấp dẫn xét về dài hạn... Một chính sách mua, công ty khác liên tục cùng với một vị thế mạnh trong các lĩnh vực công nghiệp và một chương trình quốc tế được đầy mạnh sẽ dẫn đến sự phát triển hơn nữa của doanh số và lợi tức."

Emery Air Freight - "Cổ phiếu có vẻ được định giá thoáng (ở mức 57 đô la) dựa theo triển vọng hiện tại, nhưng rất đáng nắm giữ vì sức kéo lâu dài."

Emhart - "Mặc dù bị hạn chế trong năm nay bởi chi phí vốn thấp hơn trong ngành công nghiệp chai lọ thủy tinh, lợi tức sẽ được hỗ trợ bởi môi trường kinh doanh được cải thiện trong năm 1972. Các cổ phiếu đáng được nắm giữ (ở mức 34 đô la)"ễ Kết luận: nhiều nhà phân tích tài chính sẽ xem Emerson và Emery là các chứng khoán đáng quan tâm và hấp dẫn hơn so với hai chứng khoán kia, có lẽ trước hết là bởi vì "hoạt động thị trường" của chúng tốt hơn và thứ hai là bởi vì tốc độ tăng trưởng gần đây về lợi tức của chúng nhanh hơn. Theo các nguyên tắc đầu tư thận trọng của chúng tôi thì lý do thứ nhất không có giá trị đối với việc lựa chọn - đó là cái để các nhà đầu cơ có thể đánh bạc. Lý do thứ hai có giá trị, song trong khuôn khổ giới hạn. Liệu sự tăng trưởng mạnh trong quá khứ và các triển vọng tốt theo giả định của Emery Air Freight có thể biện minh cho một mức giá gấp hơn 60 lần lợi tức gần đây của nó[359]?

Câu trả lời của chúng tôi sẽ là: có thể biện minh được đối với ai đó đã thực hiện một nghiên cứu sâu về các cơ hội của công ty này và đưa ra các kết luận chắc chắn và lạc quan một cách khác thường. Song không phải đối với một nhà đầu tư thận trọng muốn tin chắc một cách hợp lý trước rằng anh ta không phạm phải một sai lầm tiêu biểu của Phố Wall về sự hăng hái quá mức đối với kết quả hoạt động tốt về lợi tức và trong thị trường chứng khoán[360].

Những tuyên bố thận trọng như vậy có lẽ cũng cần được đòi hỏi trong trường hợp của Emerson Electric, với một sự liên quan đặc biệt tới sự định giá hiện tại của thị trường của trên 1 tỷ đô la cho nhân tố vô hình, hay sức kiếm lời, ở đây. Chúng tôi cần phải thêm vào là "ngành công nghiệp điện tử", một thời là đứa con cưng của thị trường chứng khoán, nói chung đã sụp đổ trong những ngày thảm họa. Emerson là một ngoại lệ hiếm có; song nó sẽ phải tiếp tục là ngoại lệ như vậy trong rất nhiều năm tương lai cho đến khi giá đóng cửa của năm 1970 sẽ phải được biện minh hoàn toàn bởi kết quả hoạt động tiếp theo của nó.

Ngược lại, cả ELTRA ở mức giá 27 đô la và Emhart ở mức giá 33 đô la có được dấu riêng của các công ty với giá trị đủ lớn đằng sau mức giá của chúng để có thể ủy nhiệm các đầu tư được bảo vệ một cách hợp lý. ở đây, nhà đầu tư có thể, nếu anh ta muốn, tự xem mình về cơ bản là nguồn sở hữu một phần các doanh nghiệp đó; với cái giá tương ứng với cái mà bảng cân đối thể hiện là số tiền đầu tư vào[361]. Tỷ suất lợi tức trên vốn đầu tư từ lâu đã là thỏa đáng; sự ổn định của lợi nhuận cũng vậy; tốc độ tăng trưởng trong quá khứ cũng như vậy một cách đáng ngạc nhiên. Hai công ty này sẽ thỏa mãn được bảy yêu cầu về mặt thống kê của chúng tôi để được đưa vào danh mục đầu tư của một nhà đầu tư phòng vệ. Các yêu cầu này được phát triển trong chương tiếp sau, song chúng tôi tóm tắt như sau:

1. Quy mô phù hợp.

2. Một vị thế tài chính đủ mạnh.

3. Cổ tức đều đặn cho ít nhất là 20 năm gần đây.

4. Không có thâm hụt lợi tức trong 10 năm gần đây.

5. Tăng trưởng mười năm ở mức ít nhất một phần ba đối với lợi tức trên mỗi cổ phiếu.

6. Giá chứng khoán không cao hơn 1,5 lần giá trị tài sản ròng.

7. Giá không cao hơn 15 lần lợi tức trung bình của ba năm gãn đây.

Chúng tôi không đưa ra dự báo về tình hình lợi tức tương lai của ELTRA hoặc Emhart. Trong danh sách đa dạng các cổ phiếu thường của các nhà đầu tư, chắc hẳn phải có một số chứng khoán cho thấy là đáng thất vọng, và đó có thể là trường hợp của một hay cả hai chứng khoán trong cặp này. Song chính danh sách đa dạng đó, được dựa trên các nguyên tắc lựa chọn nêu trên, cộng thêm với các tiêu chuẩn phù hợp khác mà nhà đầu tư may mắn áp dụng, chắc hẳn sẽ diễn biến khá tốt qua nhiều năm.

Một nhận xét cuối cùng: một nhà phân tích chứng khoán có kinh nghiệm, thậm chí ngay cả khi anh ta chấp nhận các lập luận chung của chúng tôi về bốn công ty này, chắc cũng sẽ phân vân khi khuyến nghị là một người đang giữ các cổ phiếu của Emerson hoặc Emery đổi các cổ phiếu đó của anh ta lấy các cổ phiếu của ELTRA hoặc Emhart vào cuối năm 1970 - trừ phi người giữ cổ phiếu đó hiểu một cách rõ ràng triết lý phía sau khuyến nghị đó. Không có lý do gì để hy vọng rằng trong bất kỳ một khoảng thời gian ngắn ngủi nào, bộ đôi có hệ số nhân

thấp này có thể làm tốt hơn hai công ty có hệ số nhân cao hơn kia. Các công ty có hệ số nhân cao được đánh giá cao trên thị trường chứng khoán và do vậy có một mức độ xung lượng đáng kể phía sau chúng, là cái có thể tiếp diễn trong một khoảng thời gian vô định. Cơ sở hợp lý để lựa chọn ELTRA và Emhart thay cho Emerson và Emery là kết luận đã được xem xét kỹ của khách hàng rằng anh ta lựa chọn các đầu tư kiểu giá trị hơn là các đầu tư kiều hấp dẩn. Như vậy, ở một mức độ khá cao, phương châm đầu tư cổ phiếu thường căn phải phụ thuộc vào quan điềm của mỗi nhà đầu tư . Cách tiếp cận này được xem xét một cách chi tiết hơn trong chương sau của chúng tôi.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 13 Trong Lực lượng Không quân, chúng tôi có một quy tắc: hãy kiểm tra số 6. Một gã đang bay, nhìn về mọi hướng và cảm thấy rất an toàn. Một gã khác bay bên trên phía sau anh ta (ở hướng "6 giờ" - hướng "12 giờ" là thẳng ngay phía trước) và bắn. Hâu hết các máy bay bị bắn rơi theo cách như vậy. Nghĩ rằng bạn đang an toàn là điều rất nguy hiểm! ở đâu đó có một điểm yếu mà bạn phải tìm ra. Bạn phải luôn luôn kiểm tra 6 giờ.

-Tướng Không quân Hoa Kỳ Donald Kutyna KINH DOANH ĐIỆN TỬ Như Graham đã làm, hãy so sánh và đối chiếu bốn chứng khoán bằng cách sử dụng các con số báo cáo của chúng tôi tại thời điểm 31/12/1999, thời điểm cho phép chúng ta xem thấy một số thái cực triệt để nhất về định giá chứng khoán đã từng được ghi nhận trên thị trường chứng khoán.

Emerson Electric Co. (mã chứng khoán: EMR) được thành lập năm 1890 và là thành viên còn sót lại duy nhất trong bộ tứ ban đầu của Graham; nó sản xuất một tập hợp khá rộng rãi các loại sản phẩm, bao gồm cả thiết bị công suất, thiết bị điều hòa nhiệt độ và các động cơ điện.

EMC Corp. (mã chứng khoán: EMC) có từ năm 1979 và cho phép các công ty tự động hóa việc lưu trữ thông tin điện tử trên các mạng máy tính.

Expeditors International of Washington, Inc. (mã chứng khoán: EXPD), được thành lập tại Seattle năm 1979, giúp các nhà vận tải đường biển tổ chức và theo dõi quá trình di chuyển của hàng hóa vòng quanh thế giới.

Exodus Communications, Inc. (mã chứng khoán: EXDS) làm chủ và quản lý các trang web cho các khách hàng công ty, cùng các dịch vụ Internet khác,[É] nó bán cổ phiếu ra công chúng lần đầu tiên vào tháng 3/1998.

Bảng ở hình 13-1 tóm tắt giá, kết quả hoạt động và định giá các công ty này vào thời điểm cuối năm 1999:

ĐIỆN, CHỨ KHÔNG PHẢI ĐIỆN GIẬT Chứng khoán đắt tiền nhất trong số bốn chứng khoán của Graham là Emerson Electric, kết cục lại là chứng khoán rẻ tiền nhất trong nhóm được cập nhật của chúng tôi. Với nên tảng của nó là nằm trong các ngành cồng nghiệp của nen kinh tế kiểu cũ, Emerson trông thật nhạt nhẽo vào cuối những năm 1990 (trong thời đại Internet, còn ai quan tâm đến cái máy hút bụi khô-ướt, làm việc nặng của Emerson nữa?). Các cổ phiếu của công ty trở thành một thứ phim hoạt hình bị gián đoạn. Trong năm 1998 và năm 1999, chứng khoán của Emerson đã tụt hậu sau chỉ số s & p 500 tới 49,7 điểm phần trăm lũy kế, một kết quả hoạt động thấp một cách thảm hại.

Song đó mới chỉ là Emerson chứng khoán. Thế còn Emerson công ty thì sao? Trong năm 1999, Emerson đã bán lượng hàng hóa và dịch vụ trị giá 14,4 tỷ đô la, tăng gẫn 1 tỷ đô la so với năm trước đó. Trên các doanh thu đó, Emerson thu được 1,3 tỷ đô la lợi nhuận ròng, hay nhiều hơn năm 1998 6,9%. Trong năm năm trước đó, lợi tức trên mỗi cổ phiếu tăng với tốc

độ trung bình mạnh mẽ là 8,3%. cổ tức của Emerson đã tăng hơn gấp hai lần lên 1,3 tỷ đô la trên một cổ phiếu; giá trị sổ sách tăng từ 6,69 đô la lên 14,27 đô la trên một cổ phiếu. Theo Value Line, suốt trong những năm 1990, tỷ lệ lai ròng trên doanh thu (net profit margin) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn (return on capital) - là hai thước đo chủ yếu về tính hiệu quả của nó trên phương diện một doanh nghiệp - luôn ở mức rất cao, tương ứng là khoảng 9% và 18%. Điêu còn hơn thế nữa là Emerson đã tăng lợi tức của mình trong 42 năm liên tục và nâng mức cổ tức của mình trong 43 năm liền - một trong những cuộc chạy dài nhất về tăng trưởng đều đặn trong kinh doanh ở nước Mỹ. Vào cuối năm, chứng khoán của Emerson được định giá ở mức gấp 17,7 lần lợi nhuận ròng trên một cổ phiếu của công ty. Cũng giống như các thiết bị cồng suất của nó, Emerson không bao giờ hào nhoáng, song nó là đáng tin cậy - và không thể hiện một dấu hiệu nào là bị quá nóng.

LIỆU EMC CÓ TĂNG TRƯỞNG QUÁ NHANH?

EMC Corp. là một trong những chứng khoán có kết quả thực hiện tốt nhất trong những năm 1990: nó tăng - hay có lẽ chúng tôi phải nói là bay lên - trên 81.000%. Nếu bạn đầu tư 10.000 đô la vào chứng khoán của EMC vào đầu năm 1990, bạn có thể đã có trong tay hơn 8,1 triệu đô la vào lúc kết thúc năm 1999. Các cổ phiếu của EMC cho tỷ suất lợi nhuận 157,1% chỉ riêng trong năm 1999 - nhiều hơn cả lợi nhuận mà chứng khoán của Emerson đã đạt được trong 8 năm từ 1992 đến hết 1999 cộng lại. EMC chưa bao giờ chi trả một cổ tức nào, thay vào đó đã giữ lại tất cả lợi tức của nó để "cung cấp kinh phí cho sự tăng trưởng liên tục của công ty"[362]. Với mức giá ngày 31/12 là 54,625 đô la, các cổ phiếu của EMC được giao dịch ở mức gấp 103 lần lợi tức mà công ty sẽ phải báo cáo cho cả năm - gần gấp 6 lần mức định giá chứng khoán của Emerson.

Còn công việc kinh doanh của EMC thì sao? Doanh thu tăng 24% trong năm 1999 lên 6,7 tỷ đô la. Lợi tức trên một cổ phiếu nhảy lên đến 92 xu từ 61 xu trong năm trước, mức tăng là 51%. Trong vòng năm năm kết thúc vào năm 1999, lợi tức của EMC đã tăng với tốc độ tăng hằng năm là 28,8%. Và, với sự kỳ vọng của tất cả mọi người về cơn sóng triều thương mại Internet sẽ vẫn tiếp tục, tương lai có vẻ còn xán lạn hơn. Trong suốt cả năm 1999, tổng giám đốc của EMC liên tục dự báo là doanh thu sẽ đạt 10 tỷ đô la vào năm 2001 - tăng từ 5,4 tỷ đô la trong năm 1998[363]. Điều đó sẽ đòi hỏi mức tăng trưởng trung bình hằng năm 23%, một tốc độ phát triển quái kiệt đối với một công ty lớn đến như vậy. Song các nhà phân tích của Phố Wall, và hầu hết các nhà đầu tư, đã tin chắc là EMC có thể làm được điều đó. Xét cho cùng, trong vòng năm năm trước đó, EMC đã tăng gấp đôi doanh thu của nó và tăng hơn gấp ba lần lợi nhuận ròng của nó.

Song từ năm 1995 đến năm 1999, theo Value Une, tỷ lệ lai ròng trên doanh thu của EMC đã trượt từ 19,0% xuống 17,4%, trong khi đó tỷ suất lợi nhuận trên vốn tụt từ 26,8% xuống 21%. Mặc dù vẫn còn khả năng lợi nhuận cao, EMC đã bắt đầu trượt dốc. Và trong tháng 10/1999, EMC đã mua được Data General Corp., điều này đã bổ sung thêm vào doanh số của EMC khoảng 1,1 tỷ đô la trong năm đó. Chỉ đơn giản bằng cách trừ đi khoản doanh thu bổ

sung được mang đến từ Data General, chúng ta có thể thấy là khối lượng các công việc kinh doanh hiện có của EMC chỉ tăng từ 5,4 tỷ đô la trong năm 1998 lên 5,6 tỷ đô la trong năm 1999, một mức tăng chỉ có 3,6%. Nói cách khác, tốc độ tăng trưởng thực sự của EMC là hầu như bằng không, thậm chí ngay trong năm mà mối lo sợ về con bọ máy tính "Y2K" đã làm cho nhiều công ty phải chi một lượng tiền kỷ lục vào công nghệ mới[364].

VIỆC BẺ CONG MỘT CÁCH ĐƠN GIẢN CƯỚC VẬN CHUYỂN Không giống như EMC, Expeditors International vẫn chưa học được cách bay lên. Mặc dù các cổ phiếu của công ty này đã tăng 30% mỗi năm trong những năm 1990, hầu hết sự tăng mạnh này là đến vào tận lúc cuối cùng, khi mà chứng khoán phi tới tỷ suất lợi nhuận 109,1% trong năm 1999. Vào năm trước đó, các cổ phiếu của Expeditors chỉ tăng có 9,5%, tụt sau chỉ số s & p 500 tới hơn 19 điểm phần trăm.

Còn về kinh doanh thì sao? Expeditors đã tăng trưởng một cách thực sự nhanh chóng: từ năm 1995, doanh thu của nó tăng với nhịp độ trung bình hàng năm là 19,8%, tăng gần như 3 lần trong giai đoạn kết thúc vào năm 1999 ở mức 1,4 tỷ đô la. Và lợi tức trên một cổ phiếu đã tăng 25,8% một năm, trong khi cổ tức tăng với nhịp độ 27% một năm. Expeditors không nợ dài hạn, và vốn hoạt động của nó tăng gần gấp đôi kể từ năm 1995. Theo Value Line, giá trị sổ sách trên một cổ phiếu của Expeditors đã tăng 124% và tỷ suất lợi nhuận trên vốn đã thêm hơn một phần ba đến 21% .

Theo bất cứ tiêu chí nào, Expeditors là một doanh nghiệp tuyệt vời. Song một công ty chuyển phát hàng hóa nhỏ, với trụ sở ở Seattle và hầu hết các hoạt động là ở châu Á, thì hầu như không được biết tới ở Phố Wall. Chỉ có 32% số cổ phiếu của công ty được sở hữu bởi các tổ chức đầu tư, thực vậy, Expeditors chỉ có 8500 cổ đồng. Sau khi tăng gấp đôi vào năm 1999, chứng khoán của công ty được định giá ở mức gấp 39 lần lợi nhuận ròng Expeditors đã kiếm được cho năm đó - không còn ở bất kỳ chỗ nào gần mức rẻ nữa, mà nằm gãn ngay dưới mức định giá cao một cách chóng mặt của EMC.

MIẾN ĐẤT HỨA?

Đến cuối năm 1999, Exodus Communications dường như đã dẫn các cổ đông thẳng tới miền đất của sữa và mật ong. Chứng khoán nhảy vọt 1005,8% trong năm 1999 - đủ để chuyên 10.000 đô la đầu tư vào ngày 1/1 thành hơn 110.000 đô la vào ngày 31/12. Các nhà phân tích chứng khoán Internet hàng đầu của Phố Wall, kế cả người ảnh hưởng to lớn là Henry Blodget của Merill Lynch, đã dự báo là chứng khoán sẽ tăng thêm nữa 25% đến 125% trong năm tới.

Và tốt hơn tất cả, trong con mắt của các nhà kinh doanh trực tuyến đang ngốn ngấu trên những thành tựu của Exodus, là thực tế chứng khoán đã chia tách 2 cho 1 ba lần trong năm 1999. Trong một lần chia tách chứng khoán 2 cho 1, một công ty tăng gấp đôi số cổ phiếu của nó và giảm giá của chúng xuống một nửa - như vậy, kết cục là một cổ đông sở hữu số cổ phiếu nhiều gấp đôi, và mỗi cổ phiếu được định giá bằng một nửa mức trước đó. Vậy thì có

gì hay ho về điều đó? Hãy hình dung bạn đưa cho tôi 10 cent, và sau đó tôi đưa lại cho bạn hai đồng xu 5 xu và hỏi "Bạn có cảm thấy là mình bây giờ giàu hơn không?". Bạn có lẽ sẽ kết luận rằng hoặc tôi là một thằng ngốc, hoặc tôi đã nhầm khi cho bạn là ngốc. Thế mà trong cơn điên loạn về chứng khoán chấm com của năm 1999, các nhà kinh doanh trực tuyến đã hành động như thể là hai đồng xu 5 xu có giá trị hơn một đồng 10 cent. Thực vậy, chỉ mới có tin là một chứng khoán nào đó sẽ được chia tách 2 cho 1 là ngay lập tức giá cổ phiếu đã tăng lên 20% hoặc hơn nữa.

Vì sao? Bởi vì có nhiều cổ phiếu hơn làm người ta cảm thấy mình giàu hơn. Một người mua 100 cổ phiếu của Exodus vào tháng 1 sẽ thấy chúng biến thành 200 khi chứng khoán được chia tách vào tháng 4,ể sau đó 200 cổ phiếu này lại biến thành 400 vào tháng 8.Ế và sau đó 400 lại biến thành 800 vào tháng 12. Điều gây phấn khích cho những người đó khi họ nghĩ là họ có thêm 700 cổ phiếu chỉ bằng cách sở hữu 100 cổ phiếu lúc ban đầu. Đối với họ, điều này được cảm thấy như là "tìm thấy tiền" - đừng quan tâm đến việc giá trên mỗi cổ phiếu đã bị cắt giảm một nửa sau mỗi lần chia tách[365]. Vào tháng 12/1999, một cổ đông hân hoan của Exodus, người đã tuân theo phương cách "đưa tôi một đô la" đã hớn hở trên một bảng tin nhắn trực tuyến: 'Tôi sẽ giữ các cổ phiếu này cho đến khi tôi 80 tuổi, [bởi vì] sau khi nó được chia tách hàng trăm lần trong những năm tới đây, tôi sẽ tiến gần đến việc trở thành một giám đốc điều hành."[366] Còn công việc kinh doanh của Exodus thì sao? Graham có lẽ sẽ không chạm đến nó bằng cái sào dài ba mét và một bộ trang bị phòng độc. Doanh thu của Exodus bùng nổ - tăng từ 52,7 triệu đô la năm 1998 lên 242,1 triệu đô la năm 1999 - song nó đã thua lỗ 130,3 triệu đô la trên các doanh thu này trong năm 1999, gần như gấp đôi số thua lỗ của nó trong năm trước đó. Exodus có 2,6 tỷ đô la nợ tổng cộng và thèm khát tiền đến mức nó đã vay 971 triệu đô la chỉ riêng trong tháng 12. Theo báo cáo năm của Exodus, khoản vay này đã làm tăng thêm hơn 50 triệu đô la tiền trả lai của công ty trong năm tiếp theo. Công ty bắt đầu năm 1999 với 156 triệu đô la tiền mặt và, thậm chí cả sau khi huy động 1,3 tỷ đô la tiền vốn mới, đã kết thúc năm đó với một cân đối tiền mặt là 1 tỷ đô la - có nghĩa là các hoạt động kinh doanh của công ty đã ngốn mất hơn 400 triệu đô la tiền mặt trong năm 1999. Làm sao một công ty như vậy có thể bao giờ trả được nợ?

Song, tất nhiên, các nhà kinh doanh trực tuyến chỉ tập trung vào việc chứng khoán tăng nhanh và xa đến thế nào, chứ không tập trung vào việc liệu công ty có khỏe mạnh không. "Cổ phiếu này", một nhà kinh doanh sử dụng tên trên màn hình là "Launch_Pad1999" ("Bệ phóng 1999") đã khoác lác, "sẽ chỉ tiếp tục tăng đến vô hạn và hơn nữa"[367].

Sự phi lý ngu xuẩn trong dự báo của Lauch_Pad - cái gì "hơn" cả vô hạn? - là lời nhắc nhở tuyệt vời về một trong những cảnh báo kinh điển của Graham.

"Nhà đầu tư hôm nay", Graham nói với chúng ta, quan tâm tới dự báo tương lai đến mức anh ta sẵn sàng trả trước một số tiền hậu hĩnh cho việc này. Như vậy, điều mà anh ta suy đoán bằng biết bao nhiêu nghiên cứu và quan tâm có thể thực sự sẽ xảy ra và không mang lại cho anh ta bất kỳ lợi nhuận nào. Nếu điều đó không được vật chất hóa ở mức độ được kỳ vọng,

anh ta thực sự có thể phải đối mặt với thua lỗ nghiêm trọng tạm thời và thậm chí có thể là vĩnh viễn."[368].

CÁC CHỮ E KẾT THÚC Ở ĐÂU Bốn chứng khoán này đã diễn biến thế nào sau năm 1999?

Emerson Electric vẫn tiếp tục thắng 40,7% trong năm 2000. Mặc dù các cổ phiếu đã mất tiền trong cả hai năm 2000 và 2001, song chúng cũng đã kết thúc năm 2002 với 4% thấp hơn giá cuối cùng của chúng năm 1999.

EMC cũng tăng trong năm 2000, thắng 21,7%. Song sau đó các cổ phiếu đã mất 79,4% trong năm 2001 và mất thêm 54,3% nữa trong năm 2002. Điều này đã dẫn đến chúng còn 88% dưới mức của cuối năm 1999. Còn dự báo 10 tỷ đô la doanh thu vào năm 2001 thì sao? EMC đã kết thúc năm đó với doanh thu chỉ có 7,1 tỷ đô la (và một khoản thua lỗ ròng 508 triệu đô la).

Trong khi đó, cứ như thể là thị trường giá xuống không he tồn tại, các cổ phiếu của Expeditors International vẫn tiếp tục tăng 22,9% trong năm 2000, 6,5% trong năm 2001, và 15,1% nữa trong năm 2002 - kết thúc năm đó với hầu như là 51% cao hơn giá của chúng vào năm 1999.

Cổ phiếu của Exodus mất 55% trong năm 2000 và 99,8% trong năm 2001. Vào ngày 26/9/2001, Exodus nộp đơn để được bảo hộ phá sản theo chương 11. Hầu hết các tài sản của công ty này được mua lại bởi Cable & Wireless, một công ty viễn thông khổng lồ của Anh. Thay vì dẫn các cổ đông của mình đến miên đất hứa, Exodus đã đề họ bị đày ải giữa vùng đất hoang mạc. Tại thời điểm đầu năm 2003, lần giao dịch cuối cùng của chứng khoán Exodus là ở giá 1 xu (penny) một cổ phiếu.

CHƯƠNG 14 Lựa chọn chứng khoán đối với nhà đầu tư phòng thủ Đây là lúc quay trở lại một số ứng dụng rộng hơn của kỹ thuật phân tích chứng khoán. Do chúng tôi đã mô tả một cách tổng quát các phương châm đầu tư đối với hai loại nhà đầu tư của chúng ta[369]r điều sẽ là hợp lý đối với chúng tôi bây giờ là trình bày phân tích chứng khoán bắt đầu có hiệu lực như thế nào trong việc thực hiện các phương châm đầu tư đó. Nhà đầu tư phòng thủ nào tuân theo các gợi ý của chúng tôi sẽ chỉ mua các trái phiếu cấp cao cộng với một danh sách đa dạng các cổ phiếu thường hàng đầu. Anh ta sẽ phải tin chắc rằng giá mà tại đó anh ta đã mua các chứng khoán đó không phải là cao một cách quá mức nhưng được phân định theo các tiêu chí có thể áp dụng.

Để thiết lập danh sách đa dạng này, anh ta có sự lựa chọn giữa hai cách tiếp cận, đó là danh mục đầu tư đa dạng DJIA và danh mục đầu tư được kiểm định theo định lượng. Với dạng thứ nhất, anh ta mua một tập hợp tiêu biểu thực sự các phát hành chứng khoán hàng đầu, bao gồm cả các công ty tăng trưởng nhanh được ưa chuộng có cổ phiếu được bán ở mức hệ số nhân đặc biệt cao, và các doanh nghiệp ít được ưa chuộng hơn và ít đắt tiền hơn. Điều này có thể được thực hiện, có lẽ bằng cách đơn giản nhất là mua cùng một số lượng toàn bộ 30 cổ phiếu trong chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones (DJIA). Mỗi loại mười cổ phiếu, ở mức giá trung bình là 900 đô la, sẽ tốn tổng cộng khoảng 16.000 đô la[370]. Trên cơ sở số liệu sổ sách quá khứ, anh ta có thể kỳ vọng một cách áng chừng các kết quả tương tự trong tương lai bằng cách mua các cổ phiếu của vài quỹ đầu tư tiêu biểu[371]É Lựa chọn thứ hai của anh ta sẽ là áp dụng một bộ tiêu chuẩn đối với mỗi lần mua, để đảm bảo chắc chắn là anh ta đã có được (1) một mức tối thiểu về chất lượng trong kết quả hoạt động quá khứ và vị thế tài chính hiện tại của công ty và cả (2) một mức tối thiểu về số lượng xét về lợi tức và tài sản có trên một đô la giá mua. Vào cuối chương trước, chúng ta đã liệt kê bảy tiêu chí chất lượng và số lượng được đề xuất để lựa chọn các cổ phiếu thường cụ thể. Hãy cho phép chúng tôi mồ tả các tiêu chí đó theo thứ tự.

/. Quy mô doanh nghiệp phù hợp Tất cả các con số tối thiểu của chúng tôi chắc phải là tùy chọn, đặc biệt là trong vấn đê quy mô được đòi hỏi. Ý tưởng của chúng tôi là đề loại trừ các công ty nhỏ có thể khó tránh được các thăng trầm trên mức trung bình, đặc biệt là trong lĩnh vực công nghiệp (cũng có các cơ hội tốt trong các doanh nghiệp như vậy, song chúng tôi không xem chúng là phù hợp với nhu cầu của nhà đầu tư phòng thủ). Hãy cho phép chúng tôi sử dụng các số lượng làm tròn: không ít hơn 100 triệu đô la doanh số năm đối với một công ty công nghiệp và không ít hơn 50 triệu đô la tổng tài sản có đối với một công ty cung cấp tiện ích công cộng.

2. Tinh hình tài chính đủ mạnh Đối với các công ty công nghiệp, tài sản có hiện tại phải ít nhất gấp đôi tài sản nợ hiện tại - cái gọi là tỷ lệ 2 trên 1. Ngoài ra, nợ dài hạn phải không được vượt tài sản có ròng hiện tại (hay là "vốn lưu động"). Đối với các công ty cung cấp tiện ích cồng cộng, nợ không được vượt quá hai lần vốn cổ phần chứng khoán (theo giá trị sổ sách).

3. Sự ổn định của lợi tức Một số lợi tức nào đó đối với cổ phiếu thường trong mỗi năm của mười năm gần đây.

4. Lịch sử trả cổ tức Chi trả cổ tức không gián đoạn trong ít nhất 20 năm gãn đây.

5. Tăng trưởng cồ tức Mức tăng ít nhất là một phần ba về lợi tức trên một cổ phiếu trong 10 năm găn đây sử dụng mức trung bình của ba năm vào lúc băt đầu và kễt thúc.

6. Tỷ lệ giá/lợi tức vừa phải Giá hiện tại không được vượt quá 15 lần lợi tức trung bình của ba năm gần đây.

7. Tỷ lệ giá trên tài sản có vừa phải Giá hiện tại không được lớn hơn 1,5 lần giá trị sổ sách được báo cáo gần đây nhất. Tuy nhiên, một hệ số nhân về lợi tức nhỏ hơn 15 có thể' biện minh cho hệ số nhân của tài sản có cao hơn một cách tương ứng. Như là quy tắc đại khái, chúng tôi đè xuất là tích của hệ số nhân với tỷ lệ giá trên giá trị sổ sách không được vượt quá 22,5 (con số này tương ứng với 15 lần lợi tức và 1,5 lần giá trị sổ sách. Nó sẽ chấp nhận một phát hành bán với giá chỉ gấp 9 lần lợi tức và 2,5 lần giá trị tài sản có, vân vân).

NHẬN XÉT CHUNG: các yêu cầu này được thiết lập riêng cho nhu cầu và tính cách của các nhà đầu tư phòng thủ. Chúng sẽ loại bỏ một phần lớn các cổ phiếu thường với tư cách là các ứng cử viên vào danh mục đầu tư, và theo hai cách trái ngược nhau. Một mặt, chúng sẽ loại ra các công ty nào (1) quá nhỏ, (2) trong điều kiện tài chính tương đối yếu, (3) có tiền sử thâm hụt trong số liệu 10 năm của chúng, và (4) không có lịch sử lâu dài về chi trả cổ tức liên tục. Trong các phép kiểm tra đó, phép kiểm tra nghiêm ngặt nhất trong các các điều kiện tài chính gần đây là phép kiêm tra về sức mạnh tài chính. Một số lượng đáng kể các doanh nghiệp lớn và trước đây đã cố thủ mạnh mẽ đã làm yếu đi tỷ lệ hiện tại của họ hoặc mở rộng quá mức việc vay nợ của họ, hoặc cả hai, trong những năm gãn đây.

Hai tiêu chí cuối cùng của chúng tôi là loại trừ theo hướng ngược nhau, bằng cách đòi hỏi nhiều lợi tức hơn và nhiều tài sản có hơn trên một đô la giá so với các phát hành ưa chuộng có thể cung cấp được. Đây tuyệt nhiên không phải là quan điểm tiêu chuẩn của các nhà phân tích tài chính. Thực sự thì phần lớn họ sẽ đòi hỏi là thậm chí các nhà đầu tư thận trọng cũng phải sẵn sàng trả giá hậu hĩnh cho các chứng khoán của các công ty được lựa chọn. Chúng tôi đã diễn giải quan điểm tương phản của mình ở trên,ể nó dựa chủ yếu vào sự thiếu vắng một nhân tố an toàn phù hợp khi một phần quá lớn của giá lại phải phụ thuộc vào lợi tức tăng đều đặn trong tương laiẵ Bạn đọc sẽ phải quyết định vấn đè quan trọng này cho chính mình - sau khi cân nhắc các lập luận của cả hai phía.

Mặc dù vậy, chúng tôi chọn việc đưa vào một yêu cầu vừa phải về tăng trưởng trong thập kỷ gần đây nhất. Không có nó thì một công ty tiêu biểu sẽ thể hiện sự thoái hóa, ít nhất là xét trên một đô la vốn đầu tư. Không có lý do gì để nhà đầu tư phòng thủ đưa các công ty như vậy vào danh mục đầu tư của mình - thậm chí mức giá là đủ thấp để có thể đánh giá chúng như là các cơ hội giá hời.

Con số gợi ý tối đa 15 lần lợi tức có lẽ sẽ dẫn đến một danh mục đầu tư tiêu biểu với hệ số nhân giả dụ là từ 12 đến 13 lần. Hãy lưu ý là vào tháng 2/1972, American Tel. & Tel. đã bán ở mức 11 lần lợi tức ba năm (và hiện tại) của nó, còn Standard Oil of California đã bán ở mức dưới 10 lần lợi tức gãn đây nhất của nó. Khuyến nghị cơ bản của chúng tôi là danh mục đầu tư chứng khoán, khi được mua, phải có tỷ số lợi tức/giá tổng cộng - là nghịch đảo của tỷ số p/ E - ít nhất là bằng với lãi suất trái phiếu cấp cao hiện tại. Điêu đó có nghĩa là tỷ lệ P/E không cao hơn 13,3% so với lai suất trái phiếu AA là 7,5%[372].

Áp dụng tiêu chí của chúng tôi vào DJIA vào cuối năm 1970 Tất cả các tiêu chí đẻ xuất của chúng tôi đã được các phát hành chứng khoán của DJIA vào cuối năm 1970 đáp ứng, song có hai trong số các phát hành đó chỉ vừa đủ. ở đây là một khảo sát dựa trên giá đóng cửa của năm 1970 và các con số liên quan đến nó (các số liệu cơ bản đối với mỗi công ty được nêu trong các bảng 14-1 và 14-2).

BẢNG 14-1 : Số liệu cơ bản về 30 chứng khoán trong chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones vào ngày 30/ 9/1971

	Giá 30/9/ 1971	"Lợi tức trên một cổ phiếu" a 30/9/ 1971	Trung bình 1968–1970	Trung bình 1958–1960	Cổ tức từ năm	Giá trị tài sản ròng	Cổ tức hiện tại
Allied Chemical	32,5	1,40	1,82	2,14	1887	26,02	1,20
Aluminum Co. of Am.	45,5	4,25	5,18	2,08	1939	55,01	1,80
Amer. Brands	43,5	4,32	3,69	2,24	1905	13,46	2,10
Amer. Can	33,25	2,68	3,76	2,42	1923	40,01	2,20
Amer. Tel. & Tel.	43	4,03	3,91	2,52	1881	45,47	2,60
Anaconda	15	2,06	3,90	2,17	1936	54,28	không
Bethlehem Steel	25,5	2,64	3,05	2,62	1939	44,62	1,20
Chrysler	28,5	1,05	2,72	(0,13)	1926	42,40	0,60
DuPont	154	6,31	7,32	8,09	1904	55,22	5,00
Eastman Kodak	87	2,45	2,44	0,72	1902	13,70	1,32
General Electric	61,25	2,63	1,78	1,37	1899	14,92	1,40
General Foods	34	2,34	2,23	1,13	1922	14,13	1,40
General Motors	83	3,33	4,69	2,94	1915	33,39	3,40
Goodyear	33,5	2,11	2,01	1,04	1937	18,49	0,85
Inter. Harvester	28,5	1,16	2,30	1,87	1910	42,06	1,40
Inter. Nickel	31	2,27	2,10	0,94	1934	14,53	1,00
Inter. Paper	33	1,46	2,22	1,76	1946	23,68	1,50
Johns-Manville	39	2,02	2,33	1,62	1935	24,51	1,20
Owens-Illinois	52	3,89	3,69	2,24	1907	43,75	1,35
Procter & Gamble	71	2,91	2,33	1,02	1891	15,41	1,50
Sears Roebuck	68,5	3,19	2,87	1,17	1935	23,97	1,55
Std. Oil of Calif.	56	5,78	5,35	3,17	1912	54,79	2,80
Std. Oil of N.J.	72	6,51	5,88	2,90	1882	48,95	3,90
Swift & Co.	42	2,56	1,66	1,33	1934	26,74	0,70
Texaco	32	3,24	2,96	1,34	1903	23,06	1,60
Union Carbide	43,5	2,59	2,76	2,52	1918	29,64	2,00
United Aircraft	30,5	3,13	4,35	2,79	1936	47,00	1,80
U. S. Steel	29,5	3,53	3,81	4,85	1940	65,54	1,60
Westinghouse	96,5	3,26	3,44	2,26	1935	33,67	1,80
Woolworth	49	2,47	2,38	1,35	1912	25,47	1,20

a Đã điều chỉnh đối với các cổ tức chứng khoán và chia tách chứng khoán.

BẢNG 14-2: Các tỷ số quan trọng của các chứng khoán DJIA tại thời điểm ngày 30/9/1971

	Giá trên lợi tức 9/1971	Giá trên lợi tức 1968–1970	Mức hoa lợi cổ tức hiện tại	Tăng trưởng lợi tức 1968–1970 so với 1958–1960	Tài sản có hiện tại / Tài sản nợ hiện tại (CA/CL)a	Tài sản ròng hiện tại / nợb	Giá/giá trị tài sản ròng
Allied Chemical	18,3 X	18,0 X	3,7%	(–15,0%)	2,1 X	74%	125%
Aluminum Co. of Am.	10,7	8,8	4,0	149,0%	2,7	51	84
Amer. Brands	10,1	11,8	5,1	64,7	2,1	138	282
Amer. Can	12,4	8,9	6,6	52,5	2,1	91	83
Amer. Tel. & Tel.	10,8	11,0	6,0	55,2	1,1	—c	94
Anaconda	5,7	3,9	—	80,0	2,9	80	28
Bethlehem Steel	12,4	8,1	4,7	16,4	1,7	68	58
Chrysler	27,0	10,5	2,1	—d	1,4	78	67
DuPont	24,5	21,0	3,2	(–9,0)	3,6	609	280
Eastman Kodak	35,5	35,6	1,5	238,9	2,4	1764	635
General Electric	23,4	34,4	2,3	29,9	1,3	89	410
General Foods	14,5	15,2	4,1	97,3	1,6	254	240
General Motors	24,4	17,6	4,1	59,5	1,9	1071	247

BẢNG 14-2: Các tỷ số quan trọng của các chứng khoán DJIA tại thời điểm ngày 30/9/1971 (Tiếp theo)

	Giá trên lợi tức 9/ 1971	Giá trên lợi tức 1968–1970	Mức hoa lợi cổ tức hiện tại	Tăng trưởng lợi tức 1968–1970 so với 1958–1960	Tài sản có hiện tại / Tài sản nợ hiện tại (CA/CL)a	Tài sản ròng hiện tại / nợb	Giá/giá trị tài sản ròng
Goodyear	15,8	16,7	2,5	93,3	2,1	129	80
Inter. Harvester	24,5	12,4	4,9	23,0	2,2	191	66
Inter. Nickel	13,6	16,2	3,2	123,4	2,5	131	213
Inter. Paper	22,5	14,0	4,6	26,1	2,2	62	139
Johns-Manville	19,3	16,8	3,0	43,8	2,6	—	158
Owens-Illinois	13,2	14,0	2,6	64,7	1,6	51	118
Procter & Gamble	24,2	31,6	2,1	128,4	2,4	400	460
Sears Roebuck	21,4	23,8	1,7	145,3	1,6	322	285
Std. Oil of Calif.	9,7	10,5	5,0	68,8	1,5	79	102
Std. Oil of N.J.	11,0	12,2	5,4	102,8	1,5	94	115
Swift & Co.	16,4	25,5	1,7	24,8	2,4	138	158
Texaco	9,9	10,8	5,0	120,9	1,7	128	138
Union Carbide	16,6	15,8	4,6	9,5	2,2	86	146
United Aircraft	9,7	7,0	5,9	55,9	1,5	155	65
U. S. Steel	8,3	6,7	5,4	(–21,5)	1,7	51	63
Westinghouse	29,5	28,0	1,9	52,2	1,8	145	2,86
Woolworth	19,7	20,5	2,4	76,3	1,8	185	190

a Số liệu được lấy từ kết quả thực hiện của công ty vào cuối năm của tài khóa 1970.

b Số liệu được lấy từ sổ tay công nghiệp của Moody (1971).

c Cân đối nợ cho NCA (NCA = tài sản ròng hiện tại), d Thâm hụt được báo cáo cho giai đoạn 1958-1960.

1. Quy mô là khá lớn đối với mỗi công ty.

2. Điều kiện tài chính là phù hợp xét về tổng cộng, song không phải đối với mỗi công ty[373].

3. Một số cổ tức được chi trả bởi mỗi công ty ít nhất là từ năm 1940. Năm trong số các số liệu cổ tức quay ngược về tận thế kỷ trước nữa.

4. Lợi tức tổng cộng là tương đối ổn định trong thập kỷ vừa qua. Không có công ty nào thông báo thâm hụt trong giai đoạn thịnh vượng 1961-1969, song Chrysler cho thấy một mức thâm hụt nhỏ trong năm 1970.

5. Tăng trưởng tổng cộng - so sánh mức trung bình ba năm cách nhau một thập kỷ - là 77% hay khoảng 6% mỗi năm. Song 5 trong số các công ty đó đã không tăng trưởng được thêm một phần ba.

6.	Tỷ số của giá cuối năm trên lợi tức trung bình ba năm là 839 đô la trên 55,5 đồ la, hay là 15 trên 1 - vừa đúng bằng giới hạn trên mà chúng tôi đề xuất.

7ẵ Tỷ số giá trên giá trị tài sản ròng là 839 trên 562 - cũng vừa vặn trong phạm vi giới hạn mà chúng tôi đề xuất là từ 1,5 đến 1.

Tuy nhiên, nếu chúng ta muốn áp dụng cũng 7 tiêu chí này cho từng công ty riêng rẽ, chúng ta sẽ thấy là chỉ có 5 trong số đó là có thể thỏa mãn tất cả các yêu cầu của chúng tôi. Đó sẽ là: American Can, American Tel. & Tel., Anaconda, Swift và Woolworth. Các con số tổng cộng đối với 5 công ty này xuất hiện trong bảng 14-3. Rõ ràng là các công ty đó thể hiện các con số thống kê tốt hơn so với DJIA nói chung, trừ mặt tốc độ tăng trưởng trong quá khứ[374].

BẢNG 14-3 Các phát hành trong DJIA thỏa mãn một số tiêu chí đầu tư nhất định vào cuối năm 1970

	American Can	American Tel. & Tel.	Anaconda	Swift	Woolworth	Average, 5 Companies
Giá 31/12/1970	39,75	48,875	21	30,125	36,5	
Giá/lợi tức	11,0 X	12,3 X	6,7	13,5	14,4	11,6 X
Giá/lợi tức, 3 năm	10,5 X	12,5 X	5,4	18,1 X	15,1 X	12,3 X
Giá/Trị giá sổ sách	99%	108%	38%	113%	148%	112%
Tài sản ròng hiện tại	2.2 X	k.c.	2,9	2,3 X	1,8 Xc	2,3 X
Tài sản ròng hiện tại/nợ	110%	k.c.	120%	141%	190%	140%
Chỉ số ổn định	85	100	72	72	99	86
Tăng trưởng	55%	53%	78%	25%	73%	57%

Xem định nghĩa trên trang 377 Xét thấy Swift đã thể hiện kết quả tốt trong năm tồi tệ 1970, chúng tôi bỏ qua sự thiếu hụt của giai đoạn 1968-1970 ở đây.

Một sự thiếu hụt nhỏ ở đây dưới 2 trên 1 được bù đắp bời một khoản chênh lệch đối với việc huy động vốn bằng nợ bổ sung.

k.c = không có. Nợ của American Tel. & Tel's nhỏ hơn so với vốn cồ đông chứng khoán của nó.

Việc ứng dụng các tiêu chí cụ thể của chúng tôi vào nhóm chọn lọc các chứng khoán công nghiệp này cho thấy là con số thỏa mãn tất cả các phép kiểm định của chúng tôi sẽ là một tỷ lệ phần trăm tương đối nhỏ của tất cả các phát hành chứng khoán công nghiệp được niêm yết. Chúng tôi đánh bạo đoán rằng khoảng 100 phát hành chứng khoán thuộc loại này có thể được tìm thấy trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán của Standard & Poor's vào cuối năm 1970, chỉ vừa đủ cung cấp cho nhà đầu tư một dải thỏa đáng cho lựa chọn cá nhân[375].

Sự "hòa tan" các công ty cung cấp tiện ích công cộng Nếu bây giờ chúng ta quay sang lĩnh vực chứng khoán tiện ích công cộng, chúng ta sẽ thấy một tình huống thuận lợi và hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư[376].

ở đây đại đa số phát hành chứng khoán dường như bị cắt bỏ, bởi lịch sử kết quả hoạt động và tỷ số giá của chúng, theo nhu cầu của nhà đầu tư phòng thủ như chúng ta phân định. Chúng tôi loại bỏ một tiêu chí khỏi các phép kiểm định của mình về các chứng khoán tiện ích công cộng - cụ thể là tỷ số tài sản có hiện tại trên tài sản nợ hiện tại. Nhân tố vốn lưu động tự lo liệu cho nó trong ngành công nghiệp này như một phần của việc liên tục cung cấp vốn cho tăng trưởng bằng việc bán các trái phiếu và cổ phiếu. Chúng tôi có đòi hỏi một tỷ lệ thích hợp vốn cổ phiếu trên nợ[377].

Trong bảng 14-4, chúng tôi trình bày một bản sơ lược tóm tắt của 15 chứng khoán nằm trong chỉ số trung bình tiện ích công cộng Dow Jones. Để so sánh, bảng 14-5 đưa ra một bức tranh tương tự về lựa chọn ngẫu nhiên của 15 chứng khoán tiện ích công cộng khác được lấy ra từ danh sách niêm yết của sở Giao dịch Chứng khoán New York.

BẢNG 14-4: Số liệu về 15 chứng khoán trong chỉ số trung bình Dow Jones ngành tiện ích công cộng vào

	Giá 30/9/ 1971	Lợi tức *(a)*	Cổ tức	Giá trị sổ sách	Giá/lợi tức	Giá/giá trị sổ sách	Tỷ suất cổ tức	Lợi tức trên một cổ phiếu năm 1970 so với năm 1960
Am. Elec. Power	26	2,40	1,70	18,86	11 X	138%	6,5%	+87%
Cleveland El. Ill.	34,75	3,10	2,24	22,94	11	150	6,4	86
Columbia Gas System	33	2,95	1,76	25,58	11	129	5,3	85
Commonwealth Edison	35,5	3,05	2,20	27,28	12	130	6,2	56
Consolidated Edison	24,5	2,40	1,80	30,63	10	80	7,4	19
Consd. Nat. Gas	27,75	3,00	1,88	32,11	9	86	6,8	53
Detroit Edison	19,25	1,80	1,40	22,66	11	84	7,3	40
Houston Ltg. & Power	42,75	2,88	1,32	19,02	15	222	3,1	135
Niagara-Mohawk Pwr.	15,5	1,45	1,10	16,46	11	93	7,2	32
Pacific Gas & Electric	29	2,65	1,64	25,45	11	114	5,6	79
Panhandle E. Pipe L.	32,5	2,90	1,80	19,95	11	166	5,5	79
Peoples Gas Co.	31,5	2,70	2,08	30,28	8	104	6,6	23
Philadelphia El.	20,5	2,00	1,64	19,74	10	103	8,0	29
Public Svs. El. & Gas	25,5	2,80	1,64	21,81	9	116	6,4	80
Sou. Calif. Edison	29,25	2,80	1,50	27,28	10	107	5,1	85
Trung bình	28,5	2,66	1,71	23,83	10,7 X	121%	6,2%	+65%

a ước tính cho năm 1971.

BẢNG 14-5: Số liệu về danh mục thứ hai các chứng khoán tiện ích công cộng vào ngày 30/9/1971

	Giá 30/9/ 1971	Lợi tức a	Cổ tức	Giá trị sổ sách	Giá/lợi tức	Giá/giá trị sổ sách	Tỷ suất cổ tức	Lợi tức trên một cổ phiếu năm 1970 so với năm 1960
Alabama Gas	15,5	1,50	1,10	17,80	10 X	87%	7,1%	+34%
Allegheny Power	22,5	2,15	1,32	16,88	10	134	6,0	71
Am. Tel. & Tel.	43	4,05	2,60	45,47	11	95	6,0	47
Am. Water Works	14	1,46	0,60	16,80	10	84	4,3	187
Atlantic City Elec.	20,5	1,85	1,36	14,81	11	138	6,6	74
Baltimore Gas & Elec.	30,25	2,85	1,82	23,03	11	132	6,0	86
Brooklyn Union Gas	23,5	2,00	1,12	20,91	12	112	7,3	29
Carolina Pwr. & Lt.	22,5	1,65	1,46	20,49	14	110	6,5	39
Cen. Hudson G. & E.	22,25	2,00	1,48	20,29	11	110	6,5	13
Cen. Ill. Lt.	25,25	2,50	1,56	22,16	10	114	6,5	55
Cen. Maine Pwr.	17,75	1,48	1,20	16,35	12	113	6,8	62
Cincinnati Gas & Elec.	23,25	2,20	1,56	16,13	11	145	6,7	102
Consumers Power	29,5	2,80	2,00	32,59	11	90	6,8	89
Dayton Pwr. & Lt.	23	2,25	1,66	16,79	10	137	7,2	94
Delmarva Pwr. & Lt.	16,5	1,55	1,12	14,04	11	117	6,7	78
Trung bình	23,5	2,15	1,50	21,00	11 X	112%	6,5%	+71%

Khi năm 1972 bắt đầu thì nhà đầu tư phòng thủ đã có thể có được một lựa chọn khá là rộng rãi các cổ phiếu thường ngành tiện ích công cộng. Mỗi một chứng khoán trong số đó có lẽ là thỏa mãn các yêu cẩu của chúng tôi về cả kết quả hoạt động lẫn giá. Các công ty này chào mời anh ta tất cã mọi thứ mà anh ta có quyền đòi hỏi từ các đâu tư cổ phiếu thường được lựa chọn một cách đơn giản. So với các công ty công nghiệp có tiếng tăm được thể hiện bời DJIA, họ chào mời bàng số liệu tăng trưởng quá khứ tốt không kém, cộng với các dao động nhỏ hơn của các số liệu năm - đêu ở mức giá thấp hơn so với lợi tức và tài sản có. Mức sinh lợi cổ tức cao hơn một cách đáng kể. Vị thế của các công ty tiện ích là công ty độc quyền được Nhà nước quy định chắc hẳn sẽ là một lợi thế hơn là bất lợi đối với nhà đầu tư thận trọng. Theo luật, các công ty tiện ích được quyền định ra mức giá đủ bù đắp để thu hút nguồn vốn họ cẩn để tiếp tục mờ rộng, mà điều này hàm ý những bù đắp tương xứng đối với các chi phí tăng cao. Mặc dù quy trình điều tiết thường là rất cồng kềnh và có lẽ là chậm chạp, nó

không ngăn cản các công ty tiện ích công cộng kiếm được một tỷ suất lợi nhuận kha khá trên vốn đầu tư tăng lên của họ trong nhiều thập kỷ.

Đối với nhà đầu tư phòng thủ, sự hấp dẫn chủ yếu của các chứng khoán tiện ích cồng cộng vào thời điểm này có lẽ sẽ là chúng có thể mua được ở cái giá vừa phải so với giá trị sổ sách. Điều đó có nghĩa là anh ta có thể bỏ qua các cân nhắc về thị trường chứng khoán, nếu anh ta muốn, và tự xem mình trước hết như người sở hữu một bộ phận các doanh nghiệp được thành lập vững vàng và có lợi nhuận cao. Các báo giá thị trường luôn có ở đó để anh ta có thể tận dụng ưu thế của những thời điểm thuận lợi: hoặc để mua vào ở mức giá thấp hấp dẫn một cách khác thường, hoặc để bán ra khi giá của chúng có vẻ như chắc chắn là rất cao.

BẢNG 14-6: Diễn biến về giá và tỷ số giá/lợi tức của các chỉ số trung bình khác nhau trong Standard & Poors, 1948 – 1970

Năm	Công nghiệp		Đường sắt		Tiện ích công cộng	
	Giá	Tỷ số P/E	Giá	Tỷ số P/E	Giá	Tỷ số P/E
1948	15,34	6,56	15,27	4,55	16,77	10,03
1953	24,84	9,56	22,60	5,42	24,03	14,00
1958	58,65	19,88	34,23	12,45	43,13	18,59
1963	79,25	18,18	40,65	12,78	66,42	20,44
1968	113,02	17,80	54,15	14,21	69,69	15,87
1970	100,00	17,84	34,40	12,83	61,75	13,16

a Giá tại thời điểm cuối cùng của năm.

Lịch sử thị trường của các chỉ số tiện ích công cộng - được cô đọng trong bảng 14-6, cùng với chỉ số của các nhóm khác - cho thấy là đã có những cơ hội to lớn về lợi nhuận của các đầu tư đó trong quá khứ. Mặc dù mức tăng trưởng không được cao như là trong chỉ số công nghiệp, một số chứng khoán tiện ích công cộng riêng rẽ đã cho thấy mức độ ổn định giá cao hơn trong hầu hết các thời kỳ so với các nhóm khác[378]. Điêu gây sửng sốt khi nhìn trong bảng này là tỷ số giá/ lợi tức tương đối của các công ty công nghiệp và các công ty tiện ích đã thay đổi cho nhau trong vòng hai thập kỷ qua.

Sự đảo ngược này sẽ có nhiều ý nghĩa đối với nhà đầu tư tích cực hơn là nhà đầu tư thụ động. Song nó cho thấy là ngay cả các danh mục đầu tư phòng thủ thỉnh thoảng cũng phải được thay đổi, đặc biệt nếu như các chứng khoán đã được mua vào có sự tăng giá quá mức một cách rõ rệt và có thể được thay thế bằng các phát hành chứng khoán được định giá một

cách hợp lý hơn nhiều. Than ôi! Sẽ có những khoản thuế lãi vốn cãn phải đóng - đối với một nhà đầu tư tiêu biểu thì đó dường như cũng giống như là một thứ của nợ đèo bòng. Người đồng minh cũ của chúng ta là kinh nghiệm mách bảo ta rằng ở đây thì tốt nhất là nên bán đi và trả thuế, hơn là không bán rồi ân hận.

Đâu tư vào chứng khoán của các doanh nghiệp tài chính Có một tập hợp rất đa dạng các doanh nghiệp có thể được xếp dưới tiêu đề "các công ty tài chính". Các doanh nghiệp đó có thể bao gồm ngân hàng, công ty bảo hiểm, hội tiết kiệm và cho vay, công ty tín dụng và cho vay khoản nhỏ, công ty bán các khoản cho vay thế chấp (mortgage company), và "các công ty đầu tu" (nghĩa là các quỹ đầu tư tương hỗ)[379]. Điều đặc trưng của tất cả các doanh nghiệp này là chúng có một phần tương đối nhỏ tài sản của mình ở dưới dạng vật chất - như tài sản cố định hoặc hàng hóa lưu kho - song mặt khác hầu hết các hạng mục đều có các phiếu nợ ngắn hạn (short-term obligation) vượt nhiều so với lượng vốn cổ phiếu. Như vậy, vấn đề lành mạnh tài chính lại càng quan trọng hơn ở đây so với trong trường hợp của một doanh nghiệp sản xuất hoặc thương mại. Điều này, đến lượt mình, đã dẫn đến sự ra đời của các dạng điều tiết và giám sát khác nhau, với thiết kế và kết quả tổng thể để đảm bảo chống lại các thông lệ thực hành tài chính không lành mạnh.

Nói một cách rộng hơn, cổ phiếu của các công ty tài chính đã tạo ra các kết quả đầu tư tương tự như kết quả của các dạng cổ phiếu thường khác. Bảng 14-7 nêu các thay đổi về giá giữa năm 1948 và 1970 trong sáu nhóm được thể hiện trong các chỉ số giá chứng khoán của Standard & Poor's.

BẢNG 14-7: Các biến động tương đối vẽ giá chứng khoán của các loại công ty tài chính khác nhau trong khoảng thời gian từ 1948 đến 1970

	1948	1953	1958	1963	1968	1970
Bảo hiểm nhân thọ	17,1	59,5	156,6	318,1	282,2	218,0
Bảo hiểm tài sản và nợ	13,7	23,9	41,0	64,7	99,2	84,3
Các ngân hàng Thành phố New York	11,2	15,0	24,3	36,8	49,6	44,3
Ngân hàng bên ngoài thành phố New York	16,9	33,3	48,7	75,9	96,9	83,3
Các công ty tài chính	15,6	27,1	55,4	64,3	92,8	78,3
Các công ty cho vay khoản nhỏ	18,4	36,4	68,5	118,2	142,8	126,8
Chỉ số tổng hợp Standard & Poor's	13,2	24,8	55,2	75,0	103,9	92,2

a Số liệu cuối năm từ các chỉ số giá chứng khoán của Standard & Poor's. Trung bình của 1941-1943 = 10.

Trung bình cho các năm 1941-1943 được lấy là 10, làm mức cơ sở. Con số cuối năm 1970 nằm trong dải từ 44,3 đối với 9 ngân hàng New York đến 218 đối với 11 chứng khoán bảo hiểm nhân thọ. Trong các khoảng thời gian ngắn hơn, có sự dao động đáng kể trong các chuyển động giá tương ứng. Chẳng hạn, các chứng khoán của ngân hàng Thành phố New York diễn biến tương đối tốt giữa năm 1958 và 1968,[É] ngược lại, nhóm bảo hiểm nhân thọ ngoạn mục lại để mất vị trí trong khoảng thời gian giữa năm 1963 và 1968. Các chuyển động trái ngược này được thấy trong nhiều, có lẽ là hầu hết, các nhóm ngành khác nhau nằm trong chỉ số của Standard & Poor's.

Chúng tôi không có nhận xét hữu ích nào để đưa ra trong lĩnh vực đầu tư rộng lớn này, mà chỉ có thể khuyên rằng các tiêu chí số học như nhau về giá có liên quan đến lợi tức và giá trị sổ sách phải được áp dụng vào việc lựa chọn công ty trong các nhóm đó như chúng tôi đã đê xuất đối với các đầu tư vào công nghiệp và tiện ích cồng cộng.

Các phát hành chứng khoán đường sắt Câu chuyện đường sắt là câu chuyện khác xa với tiện ích công cộng. Các hãng vận chuyển chịu thiệt hại nặng ne do sự kết hợp của cạnh tranh gay gắt với sự điều tiết nghiêm ngặt (vấn đề chi phí lao động của các công ty đường sắt tất nhiên cũng là một khó khăn, song vấn đẻ này không chỉ giới hạn trong ngành đường sắt). Ồ tô, xe buýt và hàng không đã lấy mất hầu hết việc kinh doanh vận chuyển hành khách của ngành đường sắt và để lại phần kém lợi nhuận; các xe tải đã lấy đi một lượng lớn hàng vận chuyển của đường sắt. Trên một nửa số chiều dài đường sắt của đất nước nằm trong sự phá sản (hay bị "ủy trị") tại các thời điểm khác nhau trong vòng 50 năm qua.

Song nửa thập kỷ đó cũng không phải là hoàn toàn xuống dốc đối với các nhà vận chuyển đường sắt. Cũng có những giai đoạn thịnh vượng cho ngành này, đặc biệt là những năm chiến tranh. Một số tuyến đường sắt đã tìm cách duy trì sức kiếm lời và cổ tức của mình bất chấp các khó khăn chung.

Chỉ số Standard & Poor's đã tăng gấp 7 lần từ mức thấp nhất của năm 1942 lên mức cao của năm 1968, không kém bao nhiêu so với mức tăng phần trăm của chỉ số chứng khoán tiện ích công cộng. Sự phá sản của Penn Central Transportation Co., công ty đường sắt quan trọng nhất của chúng ta, vào năm 1970 đã gây sốc cho thế giới tài chính. Chỉ mới một năm và hai năm trước đó, chứng khoán của công ty này được bán ở gần mức giá cao nhất trong lịch sử lâu dài của nó, và công ty đã chi trả cổ tức liên tục trong hơn 120 năm! (ở trang 473 dưới đây, chúng tôi sẽ trình bày một phân tích ngắn gọn về công ty đường sắt này để minh họa làm sao một người nghiên cứu có trình độ có thể phát hiện ra các điểm yếu đang lớn dần lên trong bức tranh của công ty và khuyên không sở hữu chứng khoán của nó). Mức giá thị trường của các cổ phiếu đường sắt nói chung đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi thảm họa tài chính này.

Thường là không thích hợp khi đưa ra các khuyến nghị có tính chất bao trùm về một loạt các lớp chứng khoán, và tương tự vậy có những lời phản đối đối với sự quy tội rộng. Số liệu cổ phiếu đường sắt trong bảng 14-6 cho thấy là cả nhóm nói chung thường chào mời các cơ hội lợi nhuận lớn (song theo quan điểm của chúng tôi, các sự tăng lớn hầu hết là không có lý do xác đáng). Hãy cho phép chúng tôi giới hạn đề xuất của chúng tôi như sau: không có lý do thuyết phục nào để nhà đầu tư sở hữu các cổ phiếu đường sắt; trước khi mua, anh ta phải chắc chắn là anh ta nhận được thật nhiều giá trị cho số tiền của mình làm cho thành ra nếu tìm kiếm bất kỳ một cái gì khác thay thế nó sẽ là không hợp lý[380].

Độ chọn lọc đối với nhà đầu tư phòng thủ Mỗi một nhà đầu tư có lẽ đều muốn danh mục đầu tư của anh ta là tốt hơn hoặc triển vọng hơn so với trung bình. Do vậy, bạn đọc sẽ hỏi là liệu, nếu anh ta tìm được cho mình một cố vấn hoặc một nhà phân tích chứng khoán có trình độ, anh ta có lẽ không thể trông mong mình sẽ được cung cấp một gói đầu tư thực sự có giá trị vượt trội. "Suy cho cùng", anh ta có thể nói, "các quy tắc mà ông đã phác thảo là khá đơn giản và dễ dàng. Một nhà phân tích được đào tạo ở mức cao hẳn phải có khả năng sử dụng tất cả kỹ năng và kỹ thuật của mình để hoàn thiện một cách đáng kể một cái gì đó hiển nhiên

như danh mục Dow Jones. Nếu không, tất cả các số liệu thống kê, các tính toán và các suy xét có tính khoa trương của anh ta là vô dụng cả hay sao?”

Hãy giả sử, như một phép kiểm định thực tế, là chúng ta yêu cầu một trăm nhà phân tích chứng khoán hãy chọn ra 5 chứng khoán "tốt nhất" trong chỉ số trung bình Dow Jones mua vào thời điểm cuối năm 1970. Chắc chỉ một số ít người sẽ cùng có sự lựa chọn tương tự và nhiều danh mục sẽ khác nhau hoàn toàn.

Điêu này không có gì đáng ngạc nhiên như thoạt nhìn lúc ban đầu. Lý do cơ bản ở đây là giá hiện tại của mỗi một chứng khoán có tiếng tăm phản ánh một cách rõ nét các nhân tố quan trọng nhất trong bản số liệu tài chính của nó cộng với sự đánh giá chung về triển vọng tương lai của nó. Do đó, cái nhìn của bất kỳ nhà phân tích nào rằng một chứng khoán nào đó là đáng mua hơn so với những cái còn lại chắc chắn là lên tới mức độ rất lớn, xuất hiện từ các sở thích cá nhân và kỳ vọng của anh ta, hoặc từ việc anh ta đặt trọng tâm vào một tập hợp các nhân tố này chứ không vào tập hợp khác trong công việc định giá của mình. Nếu tất cả các nhà phân tích mà đều thống nhất là một chứng khoán cụ thể nào đó tốt hơn so với tất cả số còn lại thì phát hành chứng khoán đó sẽ tăng giá nhanh chóng đến mức sẽ triệt tiêu tất cả các lợi thế trước đó của nó[381].

Tuyên bố của chúng tôi rằng giá hiện tại phản ánh cả các nhân tố đã được biết lẫn các kỳ vọng tương lai là nhằm nhấn mạnh cơ sở hai mặt cho sự định giá thị trường. Tướng ứng với hai loại thành phần giá trị này là hai cách tiếp cận về cơ bản là khác nhau đối với phân tích chứng khoán. Thực ra mà nói, mỗi một nhà phân tích có trình độ sẽ nhìn phía trước, hướng về tương lai hơn là nhìn quay lại quá khứ, và anh ta cho rằng công việc của mình là hay hay dở phụ thuộc vào cái gì sẽ xảy ra chứ không phụ thuộc vào cái gì đã xảy ra rồi. Mặc dù vậy, chính tương lai có thể được tiếp cận theo hai cách khác nhau, có thể được gọi là cách tiếp cận dự đoán (hay phóng chiếu) và cách tiếp cận bảo vệ[382].

Những ai nghiêng về cách tiếp cận dự đoán sẽ nỗ lực để dự đoán một cách tương đối chính xác về điều gì công ty thực hiện trong các năm tương lai - đặc biệt là liệu lợi tức có sẽ thể hiện được mức tăng trưởng đã được tuyên bố và liên tục hay không. Các kết luận đó có thể được dựa trên sự nghiên cứu cẩn thận các nhân tố như cung và cầu trong một ngành công nghiệp - hay khối lượng, giá cả và chi phí - hay chúng có thể được rút ra từ sự phóng chiếu khá ngờ nghệch đường tăng trưởng quá khứ vào trong tương lai. Nếu các chuyên gia đó tin chắc là triển vọng tương đối dài hạn là thuận lợi một cách khác thường, họ sẽ hầu như luôn luôn khuyến nghị mua chứng khoán đó mà không quan tâm quá nhiều đến mức giá mà tại đó chứng khoán được bán. Đó, chẳng hạn, là quan niệm chung liên quan đến các chứng khoán vận tải hàng không - một quan niệm đã tồn tại nhiều năm bất chấp các kết quả tồi tệ một cách đáng lo ngại thường thấy kể từ sau năm 1946. Trong phần mở đầu, chúng tôi đã nhận xét về sự mất cân xứng giữa hoạt động giá mạnh mẽ và lịch sử lợi tức tương đối đáng thất vọng của ngành công nghiệp này.

Ngược lại, những ai nghiêng về cách tiếp cận phòng ngừa luôn quan tâm đặc biệt đến giá của phát hành chứng khoán tại thời điểm nghiên cứu. Nỗ lực của họ là để thuyết phục bản thân mình về khoản chênh lệch lớn giữa giá trị hiện tại được thông báo và giá thị trường - rằng chênh lệch đó có thể hấp thụ các tiến triển bất lợi trong tương lai. Nói một cách tổng quát, họ không cần thiết phải hăng hái đến vậy về các triển vọng dài hạn của công ty như họ cần phải tin tưởng một cách có lý là doanh nghiệp sẽ tiếp tục tồn tại.

Cách tiếp cận thứ nhất, hay cách dự đoán, cũng có thể được gọi là cách tiếp cận theo chất lượng, bởi nó nhấn mạnh đến các triển vọng, sự quản lý và các nhân tố khác không đo lường được, mặc dù rất quan trọng, nằm dưới một tiêu đê chung là chất lượng. Các tiếp cận thứ hai, hay cách phòng ngừa, cũng có thể được gọi là cách tiếp cận định lượng hay thống kê, bởi nó nhấn mạnh đến các mối quan hệ có thể đo lường được giữa giá bán và lợi tức, tài sản, cổ tức và vân vân. Một cách hoàn toàn ngẫu nhiên, phương pháp định lượng thực ra là sự mở rộng - vào lĩnh vực cổ phiếu thường - của quan điểm cho rằng phân tích chứng khoán được xem là phù hợp trong việc lựa chọn các trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi để đầu tư.

Theo quan điểm riêng của chúng tôi và trong công việc chuyên môn của mình, chúng tôi luôn luôn gắn bó với cách tiếp cận định lượng. Đó là vì trước hết chúng tôi muốn đảm bảo rằng mình sẽ nhận được một giá trị dư dật với số tiền của mình theo những điều kiện cụ thể và có thể giải thích được. Chúng tôi không muốn chấp nhận các triển vọng và các điều hứa hẹn của tương lai như một sự bù đắp cho việc không có được một giá trị đủ lớn trong tay. Đây tuyệt nhiên không phải là quan điểm chuẩn mực trong các chuyên gia đầu tư,[É] thực ra, phần lớn họ có lẽ sẽ theo quan điểm là các triển vọng, chất lượng quản lý, các tài sản vô hình khác và "nhân tố con người" có sức nặng hơn nhiều so với các chỉ dẫn được đưa ra bởi bất kỳ một nghiên cứu nào về sổ sách, và bảng cân đối quá khứ, và tất cả các con số lạnh lùng khác.

Do vậy, việc lựa chọn các chứng khoán "tốt nhất" về bản chất là một vấn đè có tính tranh luận cao. Lời khuyên của chúng tôi đối với nhà đầu tư phòng vệ là anh ta hãy đề kệ nó. Hãy để anh ta nhấn mạnh sự đa dạng hơn là một lựa chọn cụ thể. Một cách ngẫu nhiên, ý tưởng được chấp nhận một cách phổ biến về sự đa dạng, ít nhất là một phần, là sự phủ nhận các đòi hỏi đầy tham vọng của tính lựa chọn. Nễu ai đó có thể chọn được các chứng khoán tốt nhất một cách không sai lẳm, kẻ đó sẽ chỉ có thua lỗ bằng cách đa dạng hóa. Thẽ nhưng, trong phạm vi giới hạn bốn quy tắc tổng quát nhất về cổ phiếu thường được khuyến nghị đối với nhà đầu tư phòng vệ (ở trang 135) vẫn có chỗ cho một sự tự do tương đối lớn về sở thích. Trong trường hợp tệ nhất, sự ham mê các sở hữu như vậy cũng không gây hại gì; hơn thế nữa, nó có thê’ bổ sung thêm một cái gì đó đáng giá vào kết quả. Với tác động ngày càng lớn của sự phát triển công nghệ đến các kễt quả dài hạn của công ty, nhà đầu tư không thể loại bồ chúng ra khỏi các tính toán của mình, ở đây, cũng như ở bất cứ đâu, anh ta căn phải tìm kiếm một điểm trung dung giữa sự hờ hững và sự nhấn mạnh quá mức.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 14 Người nào dựa vào các lời lãi chắc chắn sẽ khó mà phát triển lên thành rất giàu CÓ,[Ễ] người nào dựa hoàn toàn vào các cuộc phiêu lưu sẽ thường bị phá sản và đi đến chỗ bần cùng; do vậy, điều tốt là cảnh giác đề phòng các cuộc phiêu lưu bằng sự chắc chắn đề có thể chống đỡ các thua lỗ.

-Tôn ông Francis Bacon BẮT ĐẦU KHỞI ĐỘNG Bạn cần phải giải quyết thực chất công việc lựa chọn chứng khoán như thế nào? Graham gợi ý là nhà đầu tư phòng vệ có thể "theo cách đơn giản nhất", là mua mọi chứng khoán trong danh sách trung bình công nghiệp Dow Jones. Nhà đấu tư phòng vệ ngày nay thậm chí có thể làm được tốt hơn thế, bằng cách mua một quỹ chỉ số toàn bộ thị trường chứng khoán nắm giữ hầu như mọi chứng khoán nào đáng có. Một quỹ chỉ số chi phí thấp là công cụ tốt nhất từng được tạo ra cho việc đầu tư chứng khoán có bảo trì chi phí thấp, và bất kỳ nỗ lực nào nhằm hoàn thiện nó sẽ mất nhiều công sức hơn (lại chịu nhiều rủi ro hơn và chi phí cao hơn) so với một nhà đầu tư phòng vệ thực sự có thể biện minh được.

Việc nghiên cứu và lựa chọn các chứng khoán của riêng bạn là không cần thiết; đối với phần lớn mọi người, đó thậm chí còn là điều không nên làm. Tuy nhiên, một số nhà đầu tư phòng vệ rất ưa thích sự đa dạng và sự thách thức về mặt trí tuệ của việc lựa chọn chứng khoán. Nếu bạn đã sống sót qua thị trường giá xuống và vẫn thích chọn chứng khoán thì không có điều gì mà Graham và tôi có thể nói sẽ can ngăn được bạn. Trong trường hợp đó, thay vì đưa một quỹ chỉ số toàn bộ thị trường chứng khoán thành toàn bộ danh mục đầu tư của bạn, hãy biến nó thành nen tảng cho danh mục đầu tư của bạn. Một khi bạn đã có được nên tảng đó rồi, bạn có thể thử nghiệm xung quanh các rìa của nó bằng cách lựa chọn chứng khoán của riêng mình. Hãy giữ 90% số tiền chứng khoán của bạn trong một quỹ chỉ số, và dành 10% ra để thử nghiệm việc lựa chọn chứng khoán của riêng bạn. Chỉ sau khi bạn xây dựng được cái lõi chắc chắn đó thì bạn mới nên khám phá (để hiểu được vì sao sự đa dạng rộng rãi như vậy lại quan trọng đến thế, xin hãy xem phần đóng khung dưới đây).

vì SAO ĐA DẠNG HÓA?

Trong thời kỳ thị trường lên giá những năm 1990, một trong những lời phê phán phổ biến nhất về sự đa dạng là nó hạ thấp tiềm năng của bạn đối với mức sinh lời cao. Xét cho cùng, nếu bạn có thể nhận dạng được một Microsoft tiếp theo, liệu đó có phải điều hợp lý để bạn cho tất cả trứng của mình vào một giỏ đó không?

Thế đấy. Như nhà châm biếm Will Rogers đã từng nói: "Đừng đánh bạc. Hãy lấy toàn bộ tiền dành dụm của bạn và mua một chứng khoán tốt nào đó và hãy giữ nó cho đến khi nó lên giá, khi đó hãy bán nó. Nếu nó không lên giá, thì đừng mua nó".

Tuy nhiên, như Rogers đã biết, tầm nhìn trước 20/20 không phải là món quà được ban cho hầu hết các nhà đấu tư. Bất kể là chúng ta cảm thấy tự tin đến mức nào, không có cách nào để biết được là liệu một chứng khoán có lên giá cho đến sau khi ta mua nó hay không. Do đó, chứng khoán mà bạn nghĩ là một "Microsoft tiếp theo" cũng hoàn toàn có thể biến thành một

MicroStrategy tiếp theo (cựu ngôi sao sáng của thị trường chứng khoán đã đi từ 3.130 đô la trên một cổ phiếu vào tháng 3/2000 đến 15,10 đô la vào cuối năm 2002, một sự thua lỗ kinh hoàng đến 99,5%)(1). Việc để tiền của bạn trải rộng trên nhiều chứng khoán và nhiều ngành công nghiệp là một bảo hiểm đáng tin cậy duy nhất chống lại nguy cơ mắc sai lầm.

Song đa dạng hóa không chỉ để giảm thiểu khả năng bạn phạm sai lầm. Nó còn tối đa hóa cơ hội bạn là đúng. Trong những giai đoạn dài, một số ít chứng khoán đã biến thành các "siêu chứng khoán" tăng giá tới 10.000% hoặc hơn nữa. Tạp chí Money đã nhận dạng 30 chứng khoán có kết quả hoạt động tốt nhất trong giai đoạn 30 năm kết thúc vào năm 2002 - và thậm chí với một tầm nhìn lại quá khứ 20/20, danh sách này không ổn định một cách đáng sửng sốt. Thay vì rất nhiều chứng khoán công nghệ hay y tế, danh sách này lại bao gồm Southwest Airlines, Worthington Steel, các cửa hàng giá rẻ Dollar General và nhà sản xuất thuốc lá hít UST Inc(2). Nếu bạn nghĩ là bạn có lẽ sẽ muốn đánh cược lớn đối với bất kỳ chứng khoán nào trong số này ngược trở lại thời điểm năm 1972, thì bạn đang chơi khăm chính mình.

Hãy nghĩ về nó theo cách này: trong đống cỏ khô khổng lồ của thị truờng, chỉ có một số ít cái kim là đã từng tiếp tục tạo ra các lợi nhuận thực sự kếch xù(3). Nếu bạn sở hữu càng nhiều cỏ khô thì xác suất là rốt cuộc bạn sẽ tìm được ít nhất một cái kim trong đó sẽ càng cao. Bằng cách sở hữu toàn bộ đống cỏ khô (một cách lý tưởng là thông qua một quỹ chỉ số nắm bắt được toàn bộ thị trường chứng khoán Mỹ), bạn có thể tin tưởng chắc chắn là sẽ tìm được từng cái kim đó, và như vậy thâu tóm được lợi nhuận của tất cả các siêu chứng khoán. Đặc biệt nếu bạn là một nhà đầu tư phòng vệ, tại sao lại không đi tìm những cái kim khi mà bạn có thể sở hữu toàn bộ đống cỏ khô?

1 Đã được điều chỉnh do chia tách chứng khoán.

Với nhiều người, MicroStrategy thực sự trông giống như một Microsoft tiếp theo vào đầu năm 2000; chứng khoán của công ty này đã tăng 566,7% trong năm 1999, và Chủ tịch công ty Michael Saylor đã tuyên bố rằng "Tương lai của chúng tôi ngày hôm nay là tốt đẹp hơn so với 18 tháng trước đây". Sau này ủy ban chứng khoán và Giao dịch Mỹ đã buộc tội MicroStrategy về các gian lận kế toán, và Saylor đã đóng một khoản phạt 8,3 triệu đô la để dàn xếp những lời buộc tội.

2 Jon Binger, "30 chứng khoán tốt nhất", Money, Mùa thu năm 2002, trang 88-95.

3 Lấy ý thành ngữ "needle in a haystack" ("cái kim trong đống cỏ khô") chỉ một vật khó tìm, tương tự như thành ngữ "đáy bể mò kim" của Việt Nam. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

KIỂM ĐỊNH, KIỂM ĐỊNH Hãy cập nhật một cách ngắn gọn các tiêu chí lựa chọn chứng khoán của Graham.

Quy mô hợp lý. Ngày nay, "để loại bỏ các công ty nhỏ", hầu hết các nhà đầu tư phòng vệ cần phải tránh xa các chứng khoán với tổng giá trị thị trường dưới 2 tỷ đô la. Vào đầu năm 2003,

điều này vẫn còn để lại cho bạn 437 công ty trong chỉ số chứng khoán Standard & Poor's 500 để từ đó lựa chọn.

Tuy nhiên, các nhà đầu tư phòng vệ ngày nay - không giống những nhà đầu tư vào thời của Graham - có thể sở hữu một cách thoải mái các công ty nhỏ bằng cách mua một quỹ tương hỗ chuyên về các chứng khoán nhỏ. Một lần nữa, một quỹ chỉ số kiểu như Vanguard Small-Cap Index là lựa chọn số 1, mặc dù các quỹ đang hoạt động khác cũng có thể có được với chi phí chấp nhận được từ các công ty như Ariel, T. Rowe Price, Royce và Third Avenue.

rinh hình tài chính vững mạnh. Theo các nhà chiến lược thị trường Steve Galbraith và Jay Lasus của Morgan Stanley, vào đấu năm 2003, khoảng 120 công ty trong chỉ số s & p 500 thỏa mãn phép kiểm định tỷ số hiện tại 2 trên 1 của Graham. Với tài sản có hiện tại ít nhất là gấp đôi tài sản nợ hiện có của mình, các công ty này có một cái đệm tương đối lớn về vốn lưu động, là cái - xét về trung bình - sẽ giữ cho công ty qua được các thời điểm gian khó.

Phố Wall luôn luôn đãy rẫy những điều trớ trêu cay đắng, và sự tan vỡ của bong bóng chứng khoán tăng trưởng đã tạo ra một điều kỳ lạ: trong các năm 1999 và 2000, các chứng khoán công nghệ cao, công nghệ sinh học và viễn thông được cho là sẽ có sự "tăng trưởng mạnh mẽ", song thay vào đó là kết cục phần lớn trong số đó đã mang đến cho các nhà đầu tư sự sụt giảm mạnh mẽ. Song đến đầu năm 2003, bánh xe đã quay hết một vòng, và nhiều chứng khoán trong số các chứng khoán tăng trưởng mạnh đó đã trở thành bảo thủ về mặt tài chính - được nạp đầy vốn lưu động, thừa thãi tiền và thường là hoàn toàn không có nợ. Hình 14-1 cung cấp cho chúng ta một bản mẫu.

Bài học ở đây không phải là các chứng khoán đó là "vật tin cậy" hoặc bạn phải lao tới và mua mọi thứ (hay bất kỳ thứ gì) trong bảng này[383]. Thay vào đó, bạn nên nghĩ là một nhà đầu tư phòng vệ có thể luôn phát tài bằng cách nhìn một cách kiên nhẫn và bình tĩnh qua đống đổ nát của thị trường giá xuống. Tiêu chí về sức mạnh tài chính của Graham vẫn có hiệu lực: nếu bạn xây dựng một rổ đa dạng các chứng khoán với tài sản có hiện tại ít nhất gấp đôi tài sản nợ hiện tại của chúng, bạn sẽ đi đến một nhóm các công ty được cung cấp vốn một cách bảo thủ với rất nhiều sức chịu đựng. Các giá trị tốt nhất ngày nay thường được thấy trong các chứng khoán nào đã từng nóng một thời và sau đó trở nên lạnh. Trong suốt lịch sử, các chứng khoán như vậy thường cho một số dư an toàn mà nhà đầu tư phòng vệ đòi hỏi.

Sự ổn định của lợi tức. Theo Morgan Stanley, 86% các công ty trong chỉ số s & p 500 có lợi tức dương trong tất cả các năm từ 1993 đến 2002. Do vậy sự nhấn mạnh của Graham về "một số lợi tức đối với cổ phiếu thường trong mỗi năm của 10 năm gần đây" vẫn là một phép kiểm định có giá trị - đủ nghiêm ngặt đề loại đi những kẻ thua lỗ triền miên, song không quá nghiêm khắc để giới hạn các lựa chọn của bạn vào một mẫu nhỏ đến mức không hiện thực.

Số liệu cổ tức. Tại thời điểm đầu năm 2003, theo Standard & Poor's, 354 công ty trong s & p 500 (hay 71% tổng số) đã chi trả cổ tức. Không dưới 255 công ty đã chi trả cổ tức trong 20 năm liên tục. Và, theo s & p, 57 công ty trong danh sách chỉ số này đã nâng mức cổ tức của

mình trong ít nhất 25 năm liền. Đó không phải là đảm bảo rằng các công ty này sẽ làm như vậy mãi mãi, song đó là một dấu hiệu làm yên lòng.

Tâng trưởng lợi tức. Bao nhiêu công ty trong s & p 500 đã tăng mức cổ tức trên một cổ phiếu của mình lên "ít nhất là một phần ba" như Graham đòi hỏi, trong vòng 10 năm kết thúc vào năm 2002? (chúng tôi sẽ tính trung bình lợi tức của mỗi công ty từ năm 1991 đến năm 1993, và sau đó xác định liệu lợi tức trung bình từ năm 2000 đến năm 2002 có cao hơn ít nhất là 33% không). Theo Morgan Stanley, 264 công ty trong s & p 500 thỏa mãn phép kiểm định này. Song ở đây, có lẽ là Graham đã đặt một rào chắn rất thấp; 33% tăng trưởng tích lũy trong một thập kỷ là dưới mức tăng trung bình năm 3%. Mức tăng trưởng lũy kế lợi tức trên một cổ phiếu ít nhất là 50% - hay mức trung bình năm 4% - là hơi kém thận trọng. Không ít hơn 245 công ty trong chỉ số s & p 500 thỏa mãn tiêu chí này vào thời điểm đầu năm 2003, để lại cho nhà đầu tư phòng vệ một danh sách rất dài đề chọn lựa (nếu bạn tăng gấp đôi hàng rào tăng trưởng tích lũy lên 100%, hay tăng trưởng trung bình năm 7%, khi đó 198 công ty sẽ bị loại ra).

Tỷ số P/E vừa phải. Graham khuyến nghị là bạn nên giới hạn mình vào các chứng khoán có giá hiện tại không cao hơn 15 lần lợi tức trung bình trong ba năm gần đây. Thật khó tin là thông lệ phổ biến ở Phố Wall ngày nay là định giá các chứng khoán bằng cách chia giá hiện tại của chúng cho một cái gọi là "lợi tức của năm sau". Điêu này cho ta một cái gì đó đôi khi được gọi là "tỷ số P/E phía trước" ("forward P/E ratio"). Song điều vô lý là tính tỷ số giá/lợi tức bằng cách chia giá hiện tại đã biết cho một thứ lợi tức tương lai chưa biết. Về dài hạn, nhà quản lý tiền tệ David Dreman đã chỉ ra rằng 59% dự báo lợi tức "đồng thuận" của Phố Wall bị trượt đích với một khoảng sai số lớn một cách đáng hổ thẹn - hoặc rơi vào việc đánh giá quá cao hoặc rơi vào việc đánh giá quá thấp lợi tức thực được báo cáo với khoảng sai số ít nhất là 15%[384]. Đầu tư tiền của bạn dựa trên những gì mà các nhà tiên tri thiển cận đó dự đoán cho năm sắp tới thì cũng mạo hiểm như việc bạn tự nguyện đứng ra giơ bia cho một người mù bắn trong cuộc thi bắn cung. Thay vào đó, bạn hãy tự mình tính toán tỷ số giá/lợi tức của chứng khoán bằng cách sử dụng công thức của Graham về giá hiện tại chia cho lợi tức trung bình của ba năm gần đây[385].

Tại thời điểm đầu năm 2003, có bao nhiêu chứng khoán trong chỉ số Standard & Poor's 500 được định giá cao hơn 15 lần lợi tức trung bình của các năm từ 2000 đến 2002? Theo Morgan Stanley, một con số khá hào phóng là 185 công ty đã qua được phép kiểm định này của Graham.

Tỷ sô giá trên giá trị sổ sách vừa phải. Graham đã khuyến nghị một "tỷ số giá trên tài sản" (hay tỷ số trên giá trị sổ sách) không vượt quá 1,5 lần. Trong những năm gãn đây, một tỷ lệ ngày càng tăng giá trị của công ty là đến từ các tài sản vô hình như nhượng quyền kinh doanh (franchises), tên nhãn hiệu (brand name), bằng sáng chế và tên thương mại (trademark). Do các nhân tố này cùng với đặc quyền kế nghiệp (goodwill) từ các vụ tiếp quản bị loại khỏi định nghĩa tiêu chuẩn về giá trị sổ sách, hầu hết các công ty ngày này được

định giá với tỷ số giá trên giá trị sổ sách cao hơn nhiều so với vào thời của Graham. Theo Morgan Stanley, 123 công ty trong số các công ty thuộc chỉ số s & p 500 (hay là cứ mỗi một trong bốn công ty) được định giá thấp hơn 1,5 lần giá trị sổ sách, cả thảy, 273 công ty (hay 55% của chỉ số này) có tỷ số giá trên giá trị sổ sách dưới 2,5.

HÌNH 14-2: Những cơn lốc đêu đặn Các công ty này đã chi trả cổ tức cao hơn bằng tiền với mỗi một năm qua đi không trừ một năm nào cả

Công ty	Lĩnh vực	Cổ tức bằng tiền mặt được trả hàng năm kể từ năm …	Số lần tăng cổ tức hàng năm trong 40 năm qua	Công ty	Lĩnh vực	Cổ tức bằng tiền mặt được trả hàng năm kể từ năm …	Số lần tăng cổ tức hàng năm trong 40 năm qua
3M Co	Công nghiệp	1916	40	Abbott Laboratories	Y tế	1926	35
ALLTEL Corp	Dịch vụ viễn thông	1961	37	Altria Group (trước đây là Philip Morris)	Hàng tdùng cbản	1928	36
AmSouth Bancorp	Tài chính	1943	34	Anheuser- Busch Cos	Hàng tdùng cbản	1932	39
Archer-Daniels-Midland	Hàng tdùng cbản	1927	32	Automatic Data Proc	Công nghiệp	1974	29
Avery Dennison Corp	Công nghiệp	1964	36	Bank of America	Tài chính	1903	36
Bard (C. R.)	Y tế	1960	36	Becton, Dickinson	Y tế	1926	38
CenturyTel Inc	Dịch vụ viễn thông	1974	29	Chubb Corp	Tài chính	1902	28
Clorox Co	Hàng tdùng cbản	1968	30	Coca-Cola Co	Hàng tdùng cbản	1893	40
Comerica Inc	Tài chính	1936	39	ConAgra Foods	Hàng tdùng cbản	1976	32
Consolidated Edison	Tiện ích công cộng	1885	31	Donnelley(R. R.) & Sons	Công nghiệp	1911	36
Dover Corp	Công nghiệp	1947	37	Emerson	Công nghiệp	1947	40
Family Dollar Stores	Hàng tdung theo sthich	1976	27	First Tenn Natl	Tài chính	1895	31
Gannett Co	Hàng tdung theo sthich	1929	35	General Electric	Công nghiệp	1899	35
Grainger (W. W.)	Công nghiệp	1965	33	Heinz (H.J.)	Hàng tdùng cbản	1911	38
Household Intl.	Tài chính	1926	40	Jefferson-Pilot	Tài chính	1913	36
Johnson & Johnson	Y tế	1944	40	Johnson Controls	Hàng tiêu dùng theo sở thích	1887	29
KeyCorp	Tài chính	1963	36	Kimberly-Clark	Hàng tdùng cbản	1935	34
Leggett & Platt	Hàng tdung theo sthich	1939	33	Lilly (Eli)	Y tế	1885	38
Lowe's Cos.	Hàng tdung theo sthich	1961	40	May Dept Stores	Hàng tdung theo sthich	1911	31
McDonald's Corp.	Hàng tdung theo sthich	1976	27	McGraw-Hill Cos.	Hàng tdung theo sthich	1937	35
Merck & Co	Y tế	1935	38	Nucor Corp.	Vật liệu	1973	30
PepsiCo Inc.	Hàng tdùng cbản	1952	35	Pfizer, Inc.	Y tế	1901	39
PPG Indus.	Vật liệu	1899	37	Procter & Gamble	Hàng tdùng cbản	1891	40
Regions Financial	Tài chính	1968	32	Rohm & Haas	Vật liệu	1927	38
Sigma-Aldrich	Vật liệu	1970	28	Stanley Works	Hàng tdung theo sthich	1877	37
Supervalu Inc.	Hàng tdùng cbản	1936	36	Target Corp.	Hàng tdung theo sthich	1965	34
TECO Energy	Tiện ích công cộng	1900	40	U.S. Bancorp	Tài chính	1999	35
VF Corp.	Hàng tdung theo sthich	1941	35	Wal-Mart Stores	Hàng tdung theo sthich	1973	29
Walgreen Co.	Hàng tdùng cbản	1933	31				

Nguồn: Standard & Poor's Corp. Số liệu tại thời điểm 31/12/2002.

Thế còn gợi ý của Graham là bạn nhân tỷ số P/E với tỷ số giá trên giá trị sổ sách rồi xem liệu con số được tạo ra có dưới 22,5%. Dựa trên số liệu từ Morgan Stanley, ít nhất 142 chứng khoán trong s & p 500 có thể qua được phép kiểm nghiệm này tại thời điểm đầu năm 2003,

trong đó có Dana Corp., Data Systems, Sun Microsystems, và Washington Mutual. Do vậy, "hệ số nhân pha trộn" của Graham vẫn còn có hiệu lực như một bộ sàng lọc ban đầu đề nhận dạng các chứng khoán được định giá một cách hợp lý.

sự SIÊNG NĂNG CHI TIẾT Bất kể bạn là nhà đầu tư phòng vệ đến mức độ nào - theo nghĩa của Graham là giảm thiểu công việc mà bạn dành cho việc lựa chọn chứng khoán - vẫn có một đôi bước mà bạn không thể bỏ qua.

Hãy làm bài tập vẽ nhà của bạn. Thông qua cơ sở dữ liệu EDGAR tại www.SGC.gov, bạn sẽ truy cập ngay được vào các báo cáo quý và năm của công ty, cùng với những thông báo ủy nhiệm (proxy statement) cho biết các bồi hoàn, sở hữu và các xung đột lợi ích tiềm tàng của các nhà quản lý. Hãy đọc ít nhất giá trị của 5 năm[386].

Hãy kiểm tra khu vực lân cận. Các website như http://quicktake.morningstar.com, http://finance.yahoo.com và www.quicken.com có thể sẵn sàng cho bạn biết là bao nhiêu phần trăm cổ phiếu của công ty được các tổ chức sở hữu. Bất cứ cái gì trên 60% cho thấy là một chứng khoán không được phát hiện một cách hiếm có và có lẽ là bị "sở hữu quá mức". (Khi các tổ chức lớn bán ra, họ thường có xu hướng di chuyển sát gót với người trước, với kết quả tai hại đối với chứng khoán. Hãy thử hình dung là toàn bộ vũ đoàn Radio City Rockettes đều đổ nhào khỏi mép trước của sân khấu đồng thời thì bạn sẽ thấy được ý tưởng đó). Các trang web này cũng cho bạn biết ai là những người sở hữu lớn nhất của chứng khoán đó. Nếu họ là các công ty quản lý tiền tệ cũng đầu tư theo cách tương tự cách của bạn thì đó là một dấu hiệu tốt.

CHƯƠNG 15 Lựa chọn chứng khoán đối với nhà đầu tư mạnh bạo Trong chương trước, chúng tôi đã phân tích việc lựa chọn các cổ phiếu thường xét theo các nhóm lớn những chứng khoán có thể được chọn mà từ đó nhà đầu tư phòng vệ thoải mái lập bất kỳ danh sách nào anh ta hay cố vấn của anh ta thích, với điều kiện là phải đạt được sự đa dạng hợp lý. Trong việc lựa chọn, chúng tôi chủ yếu nhấn mạnh vào sự loại bỏ - bằng cách khuyên bạn một mặt là hãy loại bỏ tất cả các phát hành chứng khoán nào có chất lượng xấu có thể nhận ra được, và mặt khác là loại bỏ các phát hành chứng khoán có chất lượng cao nhất nếu như giá của chúng cao đến mức có thể kéo theo các rủi ro đáng kể về đầu cơ. Trong chương này, được dành cho các nhà đầu tư mạnh bạo, chúng ta cần phải xem xét các khả năng và cách thức để đưa ra các lựa chọn cá thể có khả năng cho thấy là có tính lợi nhuận cao hơn so với mức trung bình chung của tất cả chứng khoán trên sàn.

Các triển vọng của việc thực hiện điều này một cách thành công là gì? Chúng tôi sẽ kém chân thành, theo lối nói uyển ngữ, nếu ngay từ đầu chúng tôi không thể hiện một vài sự dè dặt nghiêm khắc nào đó về điểm này. Thoạt nhìn thì thấy lý lẽ ủng hộ sự lựa chọn thành công có vẻ là hiển nhiên. Để có được các kết quả trung bình - ví dụ như con số tương đương với kết quả hoạt động của DJIA - thì không cần đòi hỏi một năng lực đặc biệt thuộc bất cứ dạng nào. Tất cả những gì cần có là một danh mục đầu tư giống hệt, hoặc tương tự, như 30 phát hành chứng khoán nổi tiếng đó. Chắc chắn là khi đó, bằng việc thực hiện một kỹ năng thậm chí chỉ một mức độ rất bình thường - có được từ học tập, kinh nghiệm và khả năng tự nhiên - cũng có thể nhận được các kết quả còn tốt hơn nhiều so với DJIA.

Vậy nhưng vẫn có bằng chứng đáng kể và khá ấn tượng về một hiệu quả mà rất khó có thể tạo được, ngay cả khi trình độ của những người thử làm điều đó ở mức cao nhất đi nữa. Bằng chứng này nằm ngay trong số liệu của vô số các công ty đầu tư, hay "quỹ đầu tu", vẫn đang hoạt động trong nhiều năm qua. Hầu hết các quỹ này đủ lớn để có được sự phục vụ của các nhà phân tích tài chính hoặc chứng khoán giỏi nhất trong lĩnh vực cùng tất cả các thành viên khác của một bộ phận nghiên cứu tương xứng. Chi phí hoạt động của các quỹ này, nếu trải ra trên số vốn to lớn của chúng, trung bình chỉ bằng khoảng 1% mỗi năm của số vốn đó, hoặc thấp hơn. Các chi phí này tự chúng không phải là không đáng kể, song khi đem so chúng với tỷ suất lợi tức trên cổ phiếu thường nói chung vào khoảng 15% mỗi năm trong suốt thập kỷ 1951-1960 và thậm chí với tỷ suất 6% trong thập kỷ 1961-1970, thì chúng không phải là lớn. Chỉ cần có một chút khả năng chọn lọc bậc cao là cũng có thể vượt qua được sự bất lợi về chi phí đó và mang lại một kết quả ròng vượt trội cho các cổ đông của quỹ.

Tuy nhiên, nếu xét một cách tổng thể thì các quỹ gồm toàn cổ phiếu thường trong một quãng thời gian dài đã không đạt được lợi nhuận bằng với mức được nêu trong chỉ số trung bình 500 chứng khoán của Standard & Poor's hoặc của toàn bộ thị trường nói chung. Kết luận này được củng cố thêm bởi một loạt các nghiên cứu toàn diện khác. Xin trích dẫn một nghiên cứu mới nhất đã thực hiện trước chúng tôi cho giai đoạn 1960-1968[387]É Điêu được thấy từ các kết quả này là các danh mục đầu tư ngẫu nhiên của sở Giao dịch Chứng khoán New York với mức đầu tư bằng nhau vào mỗi một chứng khoán sẽ cho kết quả về trung bình

trong giai đoạn đó tốt hơn so với kết quả mà các quỹ tương hỗ đạt được trong cùng một lớp rủi ro. Sự sai khác là tương đối lớn đối với các danh mục đầu tư có mức độ rủi ro thấp và trung bình (tương ứng là 3,7% và 2,5% mỗi năm), song là khá nhỏ đối với các danh mục đầu tư có mức độ rủi ro cao (0,2% mỗi năm)[388].

Như chúng tôi đã chỉ ra trong chương 9, các con số so sánh này không he làm mất hiệu lực về tính hữu ích của các quỹ đầu tư như một định chế tài chính. Bởi vì các quỹ này đã tạo ra khả năng cho tất cả các thành viên của công chúng đầu tư có thể đạt được các kết quả xấp xỉ mức trung bình trên các cam kết đầu tư cổ phiếu thường của họ. Do rất nhiều nguyên nhân khác nhau, hầu hết các thành viên của công chúng, những người đã đặt tiền của mình vào các cổ phiếu thường mà họ tự lựa chọn, đã không thể đạt được kết quả đủ tốt. Song đối với một nhà quan sát khách quan, việc các quỹ không thể làm tốt hơn được kết quả hoạt động trung bình của thị trường rộng rãi là một sự thể hiện tương đối có tính kết luận rằng một kết quả như vậy không phải là dễ dàng, mà trên thực tế là cực kỳ khó khăn.

Vi sao lại như vậy? Chúng ta có thể nghĩ tới hai cách giãi thích khác nhau, mỗi cách trong đó có lẽ chỉ có thể áp dụng được một phần. Giải thích thứ nhất là khả năng thị trường chứng khoán trên thực tẽ thực sự phản ánh trong giá hiện tại không chỉ tất cã các sự kiện quan trọng về kết quả hoạt động của công ty trong quá khứ và hiện tại, mà còn cả bất kỳ kỳ vọng nào được hình thành một cách hợp lý về tương lai của chúng. Nếu đúng là như vậy thì các chuyên động thị trường đa dạng diễn ra sau đó - những chuyên động này thường rất cực đoan - sẽ phải là kết quả của các diễn biến và khả năng mới rất khó có thể được dự đoán trước một cách tin cậy. Điều đó có lẽ sẽ làm cho các chuyên động của giá là hoàn toàn bất ngờ và ngẫu nhiên. Giả dụ điều nói ờ trên là đúng thì công việc của nhà phân tích chứng khoán - cho dù thông thái và kỹ lưỡng đến đâu - sẽ chủ yếu là vô tác dụng, bời vì thực chất là anh ta thử tìm cách dự đoán điều không thể dự đoán được.

Ngay chính việc nhân rộng con số các nhà phân tích chứng khoán có lẽ cũng đóng một vai trò quan trọng trong việc đưa đến kết quả này. Với hàng trăm, thậm chí hàng nghìn chuyên gia đang nghiên cứu các nhân tố về giá trị phía sau một cổ phiếu thường quan trọng, điều tự nhiên sẽ là kỳ vọng rằng giá hiện tại của nó có thể phản ánh khá tốt sự đồng thuận của các ý kiến am hiểu về giá trị của nó. Những ai ưa thích chứng khoán này hơn các phát hành chứng khoán khác chắc cũng sẽ làm như vậy do các lý do về sở thích cá nhân hoặc sự lạc quan, là những cái có thể đúng song cũng hoàn toàn có thể sai.

Chúng tôi thường nghĩ về sự tương tự giữa công việc của một đám nhà phân tích chứng khoán trên Phố Wall và biểu diễn của những tay chơi bài lão luyện tại một cuộc thi bài brit sao chép (duplicate bridge). Nhà phân tích chứng khoán thì tìm cách chọn ra các chứng khoán "có khả năng thành công cao nhất", còn tay chơi bài thì tìm cách lấy được điểm cao nhất cho mỗi "mớ bài" (hand) được chơi. Chỉ có rất ít người đạt được một trong các mục tiêu đó. Giả dụ là tất cả những người chơi bài brit có gần như cùng một mức độ tài nghệ thì người thắng có lẽ là sẽ được xác định bằng các "break" các kiểu khác nhau chứ không phải vì vượt

trội, ở Phố Wall, quá trình xóa bỏ chênh lệch được hỗ trợ bởi một sự thông cảm tự nhiên giữa những người cùng cảnh ngộ đã tồn tại từ lâu trong nghề nghiệp này, theo đó các ý tưởng và phát hiện được chia sẻ một cách khá tự do tại vô số các cuộc gặp gỡ thuộc các dạng khác nhau. Gần như thể là, như tại cuộc thi bài brit tương tự, các chuyên gia khác nhau nhìn qua vai của nhau và tranh cãi về mỗi mớ bài khi nó đang được chơi.

Khả năng thứ hai thuộc vào một dạng hoàn toàn khác. Có lẽ rất nhiều nhà phân tích chứng khoán bị cản trở bởi khiếm khuyết trong cách tiếp cận của họ đối với vấn đề lựa chọn chứng khoán. Họ tìm kiếm các ngành công nghiệp có triển vọng tăng trưởng tốt nhất, và các công ty trong các ngành đó có sự quản lý tốt nhất cùng các lợi thế khác. Hậu quả là họ mua vào các ngành công nghiệp và các công ty như vậy với bất kỳ giá nào, dù có cao bao nhiêu đi nữa, và họ sẽ tránh các ngành cồng nghiệp và các công ty kém hứa hẹn hơn bất kể giá cổ phiếu của chúng có thấp bao nhiêu đi nữa. Đó sẽ là quy trình duy nhất đúng nếu như lợi tức của các công ty tốt sẽ chắc chắn tăng với tốc độ nhanh trong một tương lai vô hạn định, bởi vì khi đó về lý thuyết thì giá trị của chúng sẽ là vô hạn. Và nếu như các công ty ít triển vọng hơn đang đi đến chỗ tiêu vong không có cách gì cứu được, thì các nhà phân tích sẽ đúng khi xem các công ty này là không có gì hấp dẫn ở bất kỳ mức giá nào.

Sự thật về các cuộc phiêu lưu mạo hiểm với công ty của chúng ta lại hoàn toàn khác. Có cực kỳ ít công ty có khả năng thể hiện tốc độ tăng trưởng cao liên tục cho những giai đoạn dài. Và cũng rất ít các công ty lớn sẽ chịu sự diệt vong cuối cùng. Đối với hầu hết công ty, lịch sử của chúng là lịch sử của các thăng trầm, của các trồi sụt, của sự thay đổi vị thế tương đối của chúng. Tại một số công ty, những biến đổi "lên voi xuống chó" được lặp đi lặp lại trên cơsởhầu như có tính chu kỳ - câu nói này đã từng là một câu tiêu chuẩn áp dụng cho ngành cồng nghiệp sắt thép - đối với các công ty khác, các thay đổi đáng chú ý là đồng nhất với sự đi xuống hoặc cải thiện về trình độ quản lý[389].

Vậy yêu cầu nêu trên được áp dụng như thế nào cho nhà đầu tư mạnh bạo là người mong muốn đưa ra các lựa chọn cá nhân có khả năng mang đến các kết quả vượt trội? Gợi ý trước hết là anh ta đang đảm nhận một nhiệm vụ khó khăn và có lẽ là không thể thực hiện nổi. Bạn đọc cuốn sách này, dù có tri thức và hiểu biết đến đâu, cũng chắc là khó kỳ vọng có thể làm công việc lựa chọn danh mục đầu tư tốt hơn so với các nhà phân tích hàng đầu của quốc gia. Song nếu như sự thật là một bộ phận khá lớn của thị trường chứng khoán thường bị phân biệt đối xử hoặc hoàn toàn bị bỏ qua trong các lựa chọn phân tích tiêu chuẩn thì khi đó nhà đầu tư thông minh có thể ở vào vị trí kiếm lợi được từ các định giá thấp được tạo nên.

Song để làm điều đó; anh ta cần phải sử dụng một số phương pháp nói chung là không được chấp nhận tại Phố Wall, bởi vì những phương pháp nào được chấp nhận rộng rãi thì lại hầu như không tạo ra được các kết quả mà ai cũng muốn đạt được. Kể cũng khá lạ lùng nếu như, với tất cả các bộ não đang làm việc một cách chuyên nghiệp tại thị trường chứng khoán, lại có thể có những cách tiếp cận vừa tốt lại vừa tương đối không được ưa chuộng. Vậy mà sự

nghiệp và danh tiếng của chính chúng tôi lại dựa trên chính thực tế khó có thể xảy ra đó[390].

Tóm tắt các phương pháp Graham-Newman Để đưa ra một điều cụ thể về lời phát biểu vừa nêu, điều đáng giá là tóm tắt ngắn gọn về các loại hoạt động mà chúng tôi đã tham gia trong suốt 30 năm tồn tại của công ty Graham-Nevvman, từ năm 1926 đến năm 1956[391]. Các loại hoạt động đó được phân loại trong các dữ liệu của chúng tôi như sau:

Kinh doanh chênh lệch tỷ giá (arbitrage): việc mua một chứng khoán và đồng thời bán một hay nhiều chứng khoán khác có thể sẽ được chuyển đổi theo một kế hoạch tái tổ chức, sáp nhập hoặc tương tự.

Thanh lý: việc mua các cổ phiếu để tiếp nhận một hay nhiều khoản chi trả tiền mặt khi thanh lý các tài sản của công ty.

Các hoạt động thuộc hai loại này được lựa chọn trên cơ sở kép của (a) một tỷ suất lợi nhuận năm ước tính là 20% hoặc hơn nữa, và (b) nhận định của chúng tôi rằng xác suất của một kết quả thành công phải ít nhất là 4 trên 5.

Nghiệp vụ phòng vệ (hedge) có liên quan: việc mua các trái phiếu chuyển đổi và các cổ phiếu ưu đãi chuyên đổi, đồng thời bán cổ phiếu thường đề chuyên đối các trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi thế vào đó. Vị thế được xác lập là rất sát với cơ sở ngang bằng nhau - tức là với một thua lỗ nhỏ tối thiểu nêu phát hành cổ phiếu hạng trên phải thực sự được chuyến đổi và hoạt động đó được kết thúc theo cách này. Song lợi nhuận có thể sẽ được thực hiện nêu như cổ phiếu thường sụt nhiều hơn đáng kể so với phát hành cổ phiếu hạng trên, và vị thế kết thúc trên thị trường.

Các phát hành chứng khoán theo tài sản ròng hiện tại, hay phát hành giá hời: Ý tưởng ở đây là kiếm được càng nhiều phát hành càng tốt với chi phí của mỗi cái thấp hơn giá trị sổ sách của chúng xét riêng về tài sản ròng hiện tại mà thôi - nghĩa là không tính giá trị của nhà máy và các tài sản khác. Các vụ mua vào của chúng tôi thông thưởng được thực hiện ở mức hai phân ba hoặc thấp hơn giá trị tài sản "bị lột trần" như vậy. Trong hầu hết các năm, chúng tôi tiến hành một sự đa dạng rộng rãi ở đây - ít nhất là 100 phát hành chứng khoán khác nhau.

Chúng tôi cần phải nói thêm là thỉnh thoảng chúng tôi cũng có một số đợt mua vào với quy mô lớn thuộc dạng có kiểm soát, song không phải là thích hợp để nêu tại đây.

Chúng tôi duy trì sự theo dõi chặt chẽ các kết quả được thể hiện bởi mỗi một loại hoạt động. Do kết quả của các theo dõi đó, chúng tôi đã ngừng hai lĩnh vực rộng lớn được xác định là không thể hiện được các kết quả tổng quát một cách thỏa đáng. Lĩnh vực thứ nhất là mua các phát hành nhìn be ngoài có vẻ hấp dẫn - dựa trên phân tích chung của chúng tôi - nhưng đã không thể kiếm được ờ mức chỉ thấp hơn giá trị vốn lưu động của chúng. Lĩnh vực thứ hai là các hoạt động phòng vệ "không liên quan", trong đó một chứng khoán được mua vào không trao đổi được cho các cổ phiếu thường được bán ra (các hoạt động như vậy đại thể là tương

ứng với các hoạt động mà mới đây được một nhóm mới các "quỹ phòng vệ" trong lĩnh vực công ty đầu tư lao vào làm[392]). Trong cả hai trường hợp, một nghiên cứu do chúng tôi thực hiện cho một giai đoạn 10 năm hoặc dài hơn đã đưa chúng tôi đến kết luận là lợi nhuận không đủ tin cậy - và các hoạt động là không đủ "chống lại sự đau đầu" - đề có thể biện minh cho việc chúng tôi tiếp tục duy trì chúng.

Do đó từ năm 1939 trở đi, các hoạt động của chúng tôi được giới hạn vào các tình huống "tự thanh lý", phòng vệ có liên quan, các giao dịch vốn lưu động và một vài hành động có kiểm soát khác. Mỗi một loại hoạt động này mang lại cho chúng tôi các kết quả thỏa đáng một cách khá liên tục kể từ đó trở đi, với đặc điểm là phòng vệ có liên quan mang lại các lợi nhuận tốt tại các thị trường xuống giá khi mà các "phát hành được định giá quá thấp" của chúng tôi cho kết quả không được tốt cho lắm.

Chúng tôi rất phân vân khi kê "chế độ ăn kiêng" của mình cho bất kỳ một số lượng lớn các nhà đầu tư thông minh nào. Rõ ràng các kỹ thuật chuyên nghiệp mà chúng tôi đã sử dụng là không thích hợp đối với nhà đầu tư phòng vệ, người mà theo định nghĩa là một tay nghiệp dư. Còn đối với một nhà đầu tư xông xáo, có lẽ chỉ có một thiểu số nhỏ trong số họ là có dạng khí chất cần thiết để tự giới hạn mình một cách nghiêm khắc vào một phần tương đối nhỏ của thế giới các chứng khoán. hầu hết các nhà thực hành có tư tưởng tích cực có lẽ ưa thích mạo hiểm trong các kênh rộng lớn hơn. Khu vực săn mồi tự nhiên của họ có lẽ sẽ là toàn bộ lĩnh vực chứng khoán mà họ cảm thấy là (a) chắc chắn không bị định giá quá cao theo các tiêu chí bảo thủ, và (b) có lẽ dứt khoát là hấp dẫn hơn - do triển vọng tương lai hoặc diễn biến quá khứ của chúng, hoặc cả hai - so với một cổ phiếu thường trung bình. Trong các lựa chọn như vậy, họ chắc là sẽ làm tốt việc áp dụng các phép kiểm định khác nhau về chất lượng và tính hợp lý của giá theo như các đường lối mà chúng tôi đã đê xuất đối với nhà đầu tư phòng vệ. Song họ sẽ cần phải ít cứng rắn hơn đề có thể cho phép một điểm cộng lớn trong một nhân tố này bù trừ cho một vết đen nhỏ trong một nhân tố khác. Chẳng hạn, anh ta có thể sẽ không loại ra một công ty đã thể hiện sự thâm hụt trong một năm như 1970, nếu như lợi tức trung bình khá lớn và các thuộc tính quan trọng khác làm cho chứng khoán trông có vẻ khá rẻ. Nhà đầu tư mạnh bạo có thể giới hạn lựa chọn của mình vào các ngành công nghiệp và các công ty mà anh ta có một cái nhìn lạc quan, song chúng tôi khuyến nghị một cách mạnh mẽ là đừng có trả một giá cao cho một chứng khoán (xét về lợi tức và tài sản) chỉ vì sự hăng hái đó. Nếu anh ta đi theo triết lý của chúng tôi trong lĩnh vực này, anh ta có lẽ nhiều khả năng sẽ là người mua của các doanh nghiệp có tính chu kỳ quan trọng, chẳng hạn như cổ phiếu của công ty sắt thép - khi tình hình hiện tại là không thuận lợi, các triển vọng ngắn hạn là tồi tệ, và giá thấp là sự phản ảnh toàn bộ sự bi quan hiện tại[393].

Các công ty hạng hai Tiếp theo trong thứ tự về nghiên cứu và có thể lựa chọn có lẽ sẽ là các công ty hạng hai đã có được sự thể hiện tốt, có một bản số liệu quá khứ thỏa đáng, song dường như không có được sự hấp dẫn đối với công chúng. Đó có lẽ là các doanh nghiệp ở vào bậc của ELTRA và Emhart tại giá đóng cửa năm 1970 của chúng (xem chương 13 ở trên). Có rất nhiều cách khác nhau để đi tìm các công ty như vậy, chúng tôi muốn thử

nghiệm một cách tiếp cận mới lạ ở đây và nêu lên một trình bày tương đối chi tiết về một cách áp dụng như vậy vào lựa chọn chứng khoán. Mục đích của chúng tôi có hai mặt. Nhiêu bạn đọc của chúng tôi có thể tìm thấy giá trị thực tiễn lớn trong phương pháp mà chúng tôi sẽ theo đuổi, hoặc nó có thể gợi ý các phương pháp tương tự để thử nghiệm xem sao. Ngoài ra, điều mà chúng tôi sẽ làm có thể sẽ giúp họ bám chặt với thế giới thực của các cổ phiếu thường và dẫn họ đến một trong những tập sách nhỏ quyến rũ nhất và có giá trị nhất hiện đang tồn tại. Đó là Stock Guide (Huớng dẫn chứng khoán) của Standard & Poor's, được công bố hằng tháng và được đưa ra công chúng rộng rãi theo các đơn đặt mua theo năm. Ngoài ra, nhiều công ty môi giới còn phân phát cuốn Hướng dẫn này tới các khách hàng của họ (theo yêu cầu).

Một phần lớn của cuốn Hướng dẫn này chứa các thông tin thống kê cô đọng về chứng khoán của trên 4500 công ty trong khoảng 230 trang. Các chứng khoán bao gồm tất cả các phát hành được niêm yết trên các sàn giao dịch khác nhau, độ 300 cái, cộng với khoảng 1500 phát hành không được niêm yết. Hầu hết các mục cần thiết cho cái nhìn đầu tiên hoặc thậm chí thứ hai vào một công ty nào đó xuất hiện trong bản tóm tắt này (theo quan điểm của chúng tôi, một số liệu quan trọng còn thiếu trong cuốn này là giá trị tài sản ròng, hay giá trị sổ sách, trên một cổ phiếu, là cái có thể tìm thấy trong các tập sách lớn hơn của Standard & Poor's và ở bất kỳ đâu khác).

Một nhà đầu tư muốn thử chơi với các con số của công ty sẽ thấy mình rất an nhàn với cuốn Hướng dẫn chứng khoán. Anh ta có thể mở bất kỳ trang nào và nhìn thấy trước mắt mình một bức tranh toàn cảnh cô đọng về những sự lộng lẫy huy hoàng và những sự khốn cùng cực khổ của thị trường chứng khoán, với các mức giá cao mọi thời đại và thấp mọi thời đại quay ngược trở lại đến tận năm 1936. Anh ta sẽ tìm thấy các công ty đã nhân giá của họ lên 2000 lần từ mức thấp tí tẹo đến mức cao lẫm liệt (đối với công ty IBM đầy thanh thế, mức tăng trưởng "chỉ có" 333 lần trong giai đoạn đó). Anh ta sẽ thấy (không phải là ngoại lệ cho lắm) một công ty mà cổ phiếu của nó tăng từ 3/8 đô la lên 68 đô la, sau đó lại rơi ngược trở lại xuống 3 đô la[394]. Trong cột về lịch sử chi trả cổ tức, người đọc sẽ tìm thấy một nhóm số liệu cổ tức từ tận năm 1791, và được chi trả bởi Ngân hàng Công nghiệp Quốc gia bang Rhode Island (mà mới đây nó thấy cãn phải đổi cái tên cổ xưa của mình)[395]. Nếu nhà đầu tư nhìn vào cuốn Hướng dẫn, phần nói đến cuối năm 1969, anh ta sẽ đọc thấy là Penn Central Co., (là kẻ kế thừa công ty đường sắt Pennsylvania) đã trả cổ tức đều đặn từ năm 1848; thế mà than ôi!, công ty này đã thực sự phá sản vài tháng sau đó. Anh ta sẽ tìm thấy một công ty bán ra chỉ ở mức giá gấp hai lần lợi tức báo cáo gần đây nhất của nó, và một công ty khác bán ra ở mức 99 lần lợi tức đó[396]. Trong hầu hết các trường hợp, anh ta sẽ thấy rất khó có thể đoán được lĩnh vực kinh doanh từ tên công ty. Chẳng hạn, với một cái tên U.S. Steel (Thép Mỹ) sẽ có ba cái được gọi bằng những thứ như m Corp. (vật liệu sản xuất bánh mỳ) hoặc Santa Fe Industries (chủ yếu là đường sắt lớn). Anh ta có một bàn tiệc với các lịch sử giá cả, lịch sử chi trả cổ tức và lợi tức, cơ cấu vốn hóa cực kỳ đa dạng, chả thiếu thứ gì. Chủ nghĩa bảo thủ dựa trên quá khứ, các công ty tầm thường vô vị, các sự kết hợp một

cách bất thường nhất các "ngành kinh doanh chính", đủ thứ thượng vàng hạ cám của Phố Wall - tất cả đèu có trong đó, nằm chờ để được lướt qua, hoặc được nghiên cứu với một mục đích nghiêm túc.

Cuốn Hướng dẫn nêu trong các cột riêng tỷ suất cổ tức hiện tại và tỷ số giá/lợi tức, dựa trên các số liệu 12 tháng gần đây nhất, ở bất cứ đâu có thể. Đây là mục cuối cùng đặt chúng ta vào con đường thực hiện việc lựa chọn cổ phiếu thường.

Sự sàng lọc của cuốn Hướng dần chứng khoán Giả sử chúng ta tìm một biểu hiện thoạt nhìn đơn giản rằng một chứng khoán là rẻ. Đầu mối đầu tiên đến với suy nghĩ của chúng ta là giá thấp so với lợi tức gần đây. Hãy lập một danh sách sơ bộ các chứng khoán được bán ở mức gấp 9 lần trở xuống vào cuối năm 1970. Số liệu này được cung cấp một cách thuận tiện trong cột cuối cùng của các trang đánh số chẵn. Để làm mẫu minh họa, chúng tôi sẽ lấy 20 chứng khoán đầu tiên có hệ số nhân nhỏ như vậy; chúng bắt đầu từ phát hành số 6 trong danh sách, đó là Aberdeen Mfg. Co., là công ty đóng cửa năm ở mức 10,25 đô la, hay 9 lần giá trị cổ tức được báo cáo của nó là 1,25 đô la trên mỗi cổ phiếu cho 12 tháng kết thúc vào tháng 9/1970. Phát hành thứ 20 như vậy là American Maize Products (Các sản phẩm Ngô Mỹ), đóng cửa ở mức 9,5 đô la, cùng với hệ số là 9.

Nhóm này trông có vẻ xoàng xĩnh, với 10 phát hành được bán ở mức dưới 10 đô la trên một cổ phiếu (thực tế này không thực sự quan trọng; nó có lẽ - song không nhất thiết - là lời cảnh báo đối với các nhà đầu tư phòng vệ đừng chọn một danh sách như vậy, song kết luận đối với nhà đầu tư mạnh bạo có thể lại là thuận, xét về tổng thể)[397]. Trước khi tiến hành xem xét kỹ lưỡng tiếp theo, hãy cho phép chúng tôi tính toán một vài con số. Danh sách của chúng tôi thể hiện khoảng một phần mười của 200 phát hành đầu tiên được xem xét. Dựa trên cơ sở đó, cuốn Hướng dẫn sẽ đưa ra, chẳng hạn, khoảng 450 phát hành được bán với hệ số nhân dưới 10. Điều này sẽ cho ta một con số khá tốt về số lượng ứng cử viên để tiếp tục lựa chọn.

Do đó hãy cho phép chúng tôi áp dụng vào danh sách của mình một vài tiêu chí bổ sung, tuy là khá giống với các tiêu chí mà chúng tôi đã khuyến nghị đối với nhà đầu tư phòng vệ, song không đến mức nghiêm ngặt như vậy. Chúng tôi khuyến nghị các tiêu chí sau đây:

1. Tinh hình tài chính: (a) tài sản có hiện tại ít nhất là gấp 1,5 lần tài sản nợ hiện tại, và (b) nợ không quá 110% của tài sản ròng hiện tại (đối với công ty công nghiệp).

2. Sự ổn định của lợi tức: Không có thâm hụt trong 5 năm gãn đây được nêu trong Hướng dẫn chứng khoán.

3. Lịch sử cổ tức: có một số cổ tức hiện tại.

4. Tăng trưởng lợi tức: lợi tức của năm ngoái cao hơn mức của năm 1966.

5. Giá: thấp hơn 120% tài sản ròng hữu hình.

Các con số lợi tức trong cuốn Hướng dẫn nói chung là đối với các chứng khoán kết thúc vào ngày 30/9/1970, và do vậy không bao gồm cái có thể sẽ là một quý tồi tệ vào cuối năm đó. Song một nhà đầu tư thông minh không thể đòi hỏi viển vông - ít nhất là cũng không bắt đầu từ đó. Hãy lưu ý là chúng tôi không đưa ra giới hạn về quy mô của doanh nghiệp. Các công ty nhỏ có thể có sự an toàn chấp nhận được nếu được mua một cách thận trọng và dựa trên cơ sở nhóm.

Khi chúng tôi áp dụng năm tiêu chí bổ sung này, danh sách 20 ứng cử viên của chúng tôi giảm xuống còn có 5. Cho phép chúng tôi tiếp tục việc tìm kiếm của mình cho đến khi 450 phát hành đầu tiên trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán mang lại cho chúng tôi một "danh mục đầu tu" nhỏ với 15 chứng khoán thỏa mãn sáu yêu cầu của chúng tôi (chúng được nêu trong bảng 15-1 cùng với một số dữ liệu liên quan). Tất nhiên, nhóm chứng khoán này được nêu chỉ nhằm mục đích minh họa, và có lẽ không nhất thiết là được nhà đầu tư chịu khó tìm hiểu của chúng ta lựa chọn.

Một thực tế là người sử dụng phương pháp của chúng tôi có lẽ sẽ có sự lựa chọn rộng hơn rất nhiều. Nếu cách tiếp cận có tính sàng lọc của chúng tôi được áp dụng cho toàn bộ 4.500 công ty trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán, và nếu như tỷ lệ đối với một phần mười đầu tiên vẫn được duy trì trong suốt cả cuốn sách thì kết cục là chúng tôi sẽ có khoảng 150 công ty thỏa mãn tất cả sáu tiêu chí lựa chọn. Nhà đầu tư mạnh bạo khi đó có lẽ sẽ có thể theo đuổi được sự phán đoán của anh ta - hay là những sự thiên vị và thiên kiến của anh ta - khi thực hiện một lựa chọn thứ ba bao gồm, chẳng hạn, một phần năm của danh sách rộng này.

Tài liệu Hướng dẫn chứng khoán gồm có phân "Xếp hạng lợi tức và cổ tức", dựa trên sự ổn định và tăng trưởng của các nhân tố này trong 8 năm gần đây (như vậy là sự hấp dẫn về giá không tham gia vào đây). Chúng tôi đưa xếp hạng của s & p vào bảng 15-1 của chúng tôi. Mười trong số 15 chứng khoán được xếp hạng B+ (= trung bình) và một chứng khoán (American Maize) được cho xếp hạng "cao" là A. Nếu nhà đầu tư mạnh bạo của chúng ta muốn thêm một tiêu chí có tính máy móc thứ bảy vào lựa chọn của mình, bằng cách chỉ xem xét các phát hành được Standard & Poor's xếp hạng ở loại trung bình hoặc tốt hơn về chất lượng, anh ta vẫn có thể có khoảng 100 chứng khoán như vậy để từ đó chọn ra tiếp. Bạn có thể nói rằng một nhóm phát hành chứng khoán với chất lượng ít nhất là trung bình và thỏa mãn tiêu chí về tình hình tài chính, có thể mua được ở mức hệ số nhân thấp đối với lợi tức hiện tại và dưới mức giá trị tài sản có, chắc hẳn sẽ cho bạn một sự hứa hẹn tốt đẹp vì các kết quả đầu tư thỏa đáng.

BẢNG 15-1: Một mẫu ví dụ danh mục đầu tư gôm các chứng khoán ngành công nghiệp có tác nhân tăng đầu tư thấp (15 phát hành đầu tiên trong Hướng dẫn chứng khoán vào ngày 31/12/1971 đáp ứng được sáu yêu cầu)

	Giá tháng 12/ 1970	Lợi tức trên một cổ phiếu trong 12 tháng gần đây (đô la)	Trị giá sổ sách (đô la)	Xếp hạng S & P	Giá tháng 2/ 1972
Aberdeen Mfg.	10,25	1,25	9,33	B	13,75
Alba-Waldensian	6,375	0,68	9,06	B+	6,375
Albert's Inc.	8,5	1,00	8,48	kxha	14
Allied Mills	24,5	2,68	24,38	B+	18,25
Am. Maize Prod.	9,25	1,03	10,68	A	16,5
Am. Rubber & Plastics	13,75	1,58	15,06	B	15
Am. Smelt. & Ref.	27,5	3,69	25,30	B+	23,25
Anaconda	21	4,19	54,28	B+	19
Anderson Clayton	37,75	4,52	65,74	B+	52,5
Archer-Daniels-Mid.	32,5	3,51	31,35	B+	32,5
Bagdad Copper	22	2,69	18,54	kxha	32
D. H. Baldwin	28	3,21	28,60	B+	50
Big Bear Stores	18,5	2,71	20,57	B+	39,5
Binks Mfg.	15,25	1,83	14,41	B+	21,5
Bluefield Supply	22,25	2,59	28,66	kxha	39,5b

a kxh = không được xếp hạng.

b Đã được điều chỉnh đối với chia tách chứng khoán.

Các tiêu chí đơn lẻ để lựa chọn cổ phiếu thường Một bạn đọc chịu khó tìm hiểu có lẽ sẽ hỏi là liệu việc lựa chọn một danh mục đầu tư tốt trên mức trung bình có thể sẽ được thực hiện một cách đơn giản hơn cách mà chúng tôi vừa mới nêu trên đây không. Liệu một tiêu chí đơn lẻ hợp lý có thể được sử dụng với lợi thế tốt - chẳng hạn như tỷ số giá/lợi tức thấp, hay tỷ suất cổ tức cao, hay giá trị tài sản có lớn? Hai phương pháp thuộc loại này mà chúng tôi đã thấy cho ra các kết quả tương đối tốt một cách nhất quán trong quá khứ nhiều năm qua là: (a) mua vào các chứng khoán với hệ số nhân thấp của các công ty lớn (chẳng hạn như danh sách DJIA), và (b) lựa chọn một nhóm đa dạng các chứng khoán được bán dưới mức giá trị tài sản ròng hiện tại của chúng (hay giá trị vốn lưu động). Chúng tôi đã chỉ ra một cách rõ ràng rằng tiêu chí hệ số nhân thấp được áp dụng cho DJIA vào cuối năm 1968 sẽ vận hành tồi tệ nếu các kết quả được đo lường cho đến giữa năm 1970. Lịch sử mua vào các cổ phiếu thường được thực hiện ở mức giá thấp hơn giá trị của vốn lưu động của chúng đã không có một dấu

hiệu tồi nào như vậy so với điều đó; điều hạn chế ở đây là sự cạn kiệt của các cơ hội như vậy trong hầu như suốt cả thập kỷ vừa qua.

Thê còn các cơ sở lựa chọn khác thì sao? Trong khi viết cuốn sách này, chúng tôi đã thực hiện một loạt các "thực nghiệm", mỗi thực nghiệm dựa trên một tiêu chí riêng lẻ và khá rõ ràng. Các số liệu đã sử dụng có thể dễ dàng tìm được trong Hướng dẫn chứng khoán của Standard & Poor's. Trong tất cả các trường hợp, một danh mục đầu tư gồm 30 chứng khoán được giả định là mua vào tại mức giá đóng cửa năm 1968 và sau đó được định giá lại vào ngày 30/6/1971. Các tiêu chí riêng rẽ được áp dụng là các tiêu chí sau đây và được áp dụng cho các lựa chọn ngẫu nhiên: (1) Hệ số nhân thấp của lợi tức gần đây (không chỉ giới hạn vào các phát hành DJIA). (2) Tỷ suất cổ tức cao. (3) Lịch sử trả cổ tức trong rất nhiều năm. (4) Doanh nghiệp có quy mô rất lớn, được đo bằng số cổ phiếu đang lưu hành. (5) Vị thế tài chính mạnh. (6) Giá (đô la trên một cổ phiếu) thấp. (7) Giá thấp so với giá cao trước đây. (8) Được Standard & Poor's xếp hạng chất lượng cao.

Cần lưu ý là Hướng dẫn chứng khoán có ít nhất là một cột liên quan đến mỗi một tiêu chí trong số các tiêu chí nêu trên. Điều này thể hiện rằng nhà xuất bản cuốn sách đó tin là mỗi một tiêu chí đều có tầm quan trọng trong việc phân tích và lựa chọn các cổ phiếu thường (như chúng tôi đã chỉ ra ở trên, chúng tôi mong sẽ được nhìn thấy một con số khác được bổ sung vào: giá trị tài sản ròng trên một cổ phiếu).

Một thực tế quan trọng nhất nổi lên từ các phép kiểm định khác nhau của chúng tôi có liên quan đến diễn biến kết quả hoạt động của các chứng khoán được mua vào một cách ngẫu nhiên. Chúng tôi đã kiểm định diễn biến kết quả của ba danh mục đầu tư chứa 30 chứng khoán, mỗi danh mục được hình thành từ các chứng khoán phát hành nằm trên dòng đầu của cuốn Hướng dẫn chứng khoán số ra ngày 31/12/1968 cũng như trong số ra ngày 31/8/1971. Vào giữa hai thời điểm đó, chỉ số tổng hợp s & p hầu như không thay đổi, còn DJIA bị mất khoảng 5%. Song 90 chứng khoán phát hành được lựa chọn một cách ngẫu nhiên của chúng tôi bị sụt giảm một mức trung bình là 22%, không tính 19 chứng khoán phát hành đã bị loại khỏi cuốn Hướng dẫn chứng khoán mà có lẽ có mức thua lỗ còn lớn hơn. Các kết quả so sánh này phản ánh rõ ràng một xu hướng là các phát hành nhỏ hơn với chất lượng thấp hơn có lẽ đã được định giá tương đối cao trên thị trường giá lên, và các chứng khoán đó không chỉ chịu sự suy giảm nghiêm trọng hơn so với các chứng khoán mạnh hơn trong đợt mất giá xảy ra sau đó, mà còn rất lâu mới hồi phục lại hoàn toàn - trong nhiều trường hợp là vô hạn định. Bài học đối với nhà đầu tư thông minh tất nhiên sẽ là cần tránh các phát hành chất lượng hạng hai khi xây dựng danh mục đầu tư, trừ phi (đối với nhà đầu tư mạnh bạo) chúng là những món hời có thể chứng minh được.

Các kết quả khác lượm lặt được từ những nghiên cứu vẽ danh mục đầu tư của chúng tôi có thể được tóm tắt như sau:

Chỉ có ba nhóm trong số các nhóm được nghiên cứu thể hiện kết quả tốt hơn so với chỉ số tổng hợp s & p (và do vậy tốt hơn DJIA), đó là: (1) Các chứng khoán công nghiệp với xếp

hạng chất lượng cao nhất (A+). Các chứng khoán đó tăng 9,5% trong giai đoạn đó so với mức giảm 2,4% đối với các chứng khoán công nghiệp của s & p và 5,6% đối với DJIA (tuy nhiên, 10 chứng khoán phát hành của các công ty tiện ích công cộng được xếp hạng A+ giảm 18% so với mức giảm 14% của 55 chứng khoán trong chỉ số tiện ích công cộng s & P). Cần lưu ý là xếp hạng s & p thể hiện rất tốt trong phép kiểm định đơn lẻ này. Trong mọi trường hợp, một danh mục đầu tư dựa trên bậc xếp hạng cao hơn cho kết quả tốt hơn so với một danh mục đầu tư có xếp hạng thấp hơn. (2) Các công ty giữ hơn 50 triệu cổ phiếu đang lưu hành cho thấy không có thay đổi nào về tổng thể, so với mức sụt giảm nhỏ của các chỉ số. (3) Điều tương đối lạ là các chứng khoán bán ở mức giá trên một cổ phiếu cao (trên 100) thể hiện một mức tăng tổng hợp nhẹ (1%).

Trong số các phép kiểm định khác nhau của mình, chúng tôi đã thực hiện một phép dựa vào giá trị sổ sách, một giá trị không được nêu trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán, ở đây chúng tôi đã phát hiện ra - tương phản với triết lý đầu tư của mình - là các công ty kết hợp quy mô lớn với một thành phần đặc quyền kế nghiệp lớn vào trong giá thị trường của mình đã cho kết quả rất tốt về tổng thể trong thời gian nắm giữ 2,5 năm ("thành phần đặc quyền kế nghiệp" được chúng tôi dùng để chỉ phần giá vượt quá giá trị sổ sách)[398]. Danh sách những "gã khổng lồ về đặc quyền kế nghiệp" của chúng tôi được tạo nên từ 30 chứng khoán phát hành, trong đó mỗi một chứng khoán phát hành có thành phần đặc quyền kế nghiệp trên một tỷ đô la, bằng hơn một nửa giá thị trường của nó. Tổng cộng giá thị trường của các khoản đặc quyền kế nghiệp này vào cuối năm 1968 là trên 120 tỷ đô la! Mặc dù có sự định giá thị trường lạc quan như vậy, nhóm này xét về tổng thể thể hiện một mức tăng giá trên một cổ phiếu là 15% trong khoảng thời gian từ tháng 12/1968 đến tháng 8/1971, và trở thành nhóm tốt nhất trong hơn 20 danh sách được khảo sát.

Một thực tế như vậy không thể bị bỏ qua trong các phương châm đầu tư. Điều rõ ràng là, ít nhất một xung lượng đáng kể được gán cho các công ty nào kết hợp được các ưu thế về quy mô lớn, lịch sử quá khứ chi trả lợi tức tuyệt vời, kỳ vọng của công chúng về sự tiếp tục tăng trưởng lợi tức trong tương lai, và hoạt động thị trường mạnh mẽ trong nhiều năm vừa qua. Thậm chí nếu như giá có vẻ là quá cao theo các tiêu chí định lượng của chúng tôi, xung lượng thị trường cơ bản vẫn có thể đẩy các phát hành như vậy đi tiếp trong thời hạn ít nhiều vô hạn định (Tất nhiên là giả định này không phải là áp dụng cho bất kỳ phát hành nào trong cùng hạng. Chẳng hạn, công ty đứng đầu một cách không tranh cãi về quyền kế nghiệp là IBM đã trượt từ 315 xuống 304 trong khoảng thời gian 30 tháng). Rất khó có thể suy xét được hoạt động thị trường vượt trội phụ thuộc vào các giá trị đầu tư "thực sự" hay khách quan tới mức độ nào, và phụ thuộc vào sự ưa chuộng được xác lập từ lâu tới mức độ nào. Không nghi ngờ gì, cả hai nhân tố này đều là quan trọng ở đây. Rõ ràng, cả hoạt động thị trường dài hạn và gãn đây của các công ty khổng lồ về đặc quyền kế nghiệp đẻu khuyến nghị một danh mục đầu tư đa dạng các cổ phiếu thường. Tuy nhiên, sự ưa thích của chúng tôi vẫn dành cho các dạng khác thể hiện được sự kết hợp các nhân tố đầu tư thuận lợi, trong đó giá trị tài sản ít nhất là bằng hai phần ba giá thị trường.

Các phép kiểm định sử dụng các tiêu chí khác cho thấy là nói chung các danh mục ngẫu nhiên dựa trên một nhân tố thuận lợi riêng lẻ cho kết quả tốt hơn so với các danh mục ngẫu nhiên được lựa chọn với nhân tố đối nghịch - chẳng hạn, các chứng khoán phát hành có hệ số nhân thấp có sự sụt giảm trong giai đoạn này nhỏ hơn so với các phát hành có hệ số nhân cao, và các công ty trả cổ tức dài hạn bị thua thiệt ít hơn so với các công ty nào không trả cổ tức vào cuối năm 1968. Xét trong bối cảnh đó, các kết quả đã củng cố cho khuyến nghị của chúng tôi là các phát hành được lựa chọn thỏa mãn một tập hợp các tiêu chí định lượng hoặc hữu hình.

Cuối cùng, chúng tôi cần phải bình luận về các kết quả nghèo nàn hơn nhiều được thực hiện bởi các danh mục của chúng tôi xét về tổng thể khi so sánh với số liệu giá của chỉ số tổng hợp s & p. Chỉ số giá đó được tính trọng số theo quy mô của mỗi công ty trong khi các kiểm định của chúng tôi dựa trên việc lấy một cổ phiếu của mỗi công ty. Rõ ràng, sự nhấn mạnh hơn đối với các công ty khổng lồ của phương pháp s & p đã tạo ra sự khác biệt đáng kể trong kết quả, và một lần nữa cho thấy sự ổn định về giá cao hơn so với các công ty tầm thường.

Các chứng khoán phát hành giá hời, hay các chứng khoán tài sản ròng hiện tại Trong các phép kiểm định được nêu ở trên, chúng tôi không đưa vào các kết quả của việc mua 30 chứng khoán phát hành ở mức giá thấp hơn giá trị tài sản ròng hiện tại của chúng. Nguyên nhân là chỉ có nhiều nhất là vài phát hành như vậy có thể tìm thấy trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán tại thời điểm cuối năm 1968. Song tình hình đã thay đổi trong thời kỳ đi xuống của năm 1970, và ở mức giá thấp của năm đó thì một số lượng khá lớn các cổ phiếu thường có thể mua vào ở dưới mức giá trị vốn lưu động của chúng.

Điêu luôn luôn được xem, và hiện vẫn được xem, là đơn giản một cách nực cười khi nói rằng nếu một người có thể mua vào một nhóm đa dạng các cổ phiếu thường ở mức giá thấp hơn chỉ riêng tài sản ròng cố định - sau khi đã khấu trừ tất cả các yêu cầu chi trả trước đó, và xem tài sản cố định và các tài sản khác như bằng không - thì kết quả chắc hẳn sẽ phải là đáng hài lòng. Đúng là như vậy, theo kinh nghiệm của chúng tôi, trong vòng hơn 30 năm - chẳng hạn là từ năm 1923 đến năm 1957 - trừ khoảng thời gian của thử thách thực sự vào các năm 1930-1932.

Liệu cách tiếp cận này có phù hợp tí nào vào thời điểm đầu năm 1971? Câu trả lời của chúng tôi sẽ là "có" một cách tin cậy. Chỉ cần đọc lướt nhanh cuốn Hướng dẫn chứng khoán cũng có thể phát hiện khoảng 50 chứng khoán phát hành trở lên dường như có thể mua được ở mức giá bằng hoặc thấp hơn giá trị tài sản ròng hiện tại. Như đã kỳ vọng, một số lượng khá lớn trong số các phát hành này đã thể hiện kết quả tồi tệ trong năm khó khăn 1970. Nếu chúng ta loại ra các chứng khoán nào được báo cáo là chịu lỗ ròng trong giai đoạn 12 tháng ngay trước đó, chúng ta vẫn còn đủ chứng khoán phát hành để hình thành được một danh mục đa dạng.

BẢNG 15-2: Chứng khoán của các công ty có danh tiếng được bán tại hoặc dưới mức giá trị tài sản ròng hiện tại trong năm 1970

Công ty	Giá 1970 (đô la)	Giá trị tài sản ròng hiện tại trên một cổ phiếu (đô la)	Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu (đô la)	Lợi tức trên một cổ phiếu, 1970 (đô la)	Cổ tức hiện tại (đô la)	Mức giá cao trước năm 1970 (đô la)
Cone Mills	13	18	39,3	1,51	1,00	41,5
Jantzen Inc.	11,125	12	16,3	1,27	0,60	37
National Presto	21,5	27	31,7	6,15	1,00	45
Parker Pen	9,25	9,5	16,6	1,62	0,60	31,25
West Point Pepperell	16,25	20,5	39,4	1,82	1,50	64

Chúng tôi đã đưa vào bảng 15-2 một vài số liệu về 5 chứng khoán phát hành được bán ở mức dưới giá trị vốn lưu động của chúng[399] tại mức giá thấp của chúng năm 1970. Các số liệu cung cấp điều đáng được suy ngẫm về bản chất của các dao động giá chứng khoán. Vi sao lại xảy ra việc các công ty có tên tuổi, mà các nhãn hiệu sản phẩm của chúng có mặt ở mọi gia đình trên khắp đất nước, lại có thê’ bị định giá ở các con số thấp đến như vậy, trong khi đó các tập đoàn công ty khác (tất nhiên là có mức tăng trưởng lợi tức cao hơn) lại được bán ở mức nhiều tỷ đô la cao hơn mức mà bâng cân đối của chúng thê’ hiện? Để trích dẫn lại "ngày xưa" một lần nữa, ý tưởng về đặc quyền kế nghiệp như một bộ phận giá trị vô hình thường được gắn với "thương hiệu". Những cái tên kiểu như Lady Pepperell với khăn trải giường, Jantzen với bộ đồ bơi, và Parker với bút viết, có thể được xem như những tài sản có giá trị thực sự lớn. Song nếu bây giờ "thị trường không thích một công ty" thì không chỉ những cái tên thương hiệu nổi tiếng mà cả đất đai, nhà cửa, máy móc và bất cứ thứ gì bạn muốn, tất cả những cái đó chẳng còn là gì nữa trong thang giá trị của thị trường. Pascal đã

nói rằng "trái tim có các lý lẽ của nó mà lý trí không hiểu được"[400]. Hãy hiểu "trái tim" ở đây là "Phố Wall".

Còn một sự tương phản nữa cần lưu ý. Khi mọi sự đang diễn ra một cách tốt đẹp và các chứng khoán phát hành mới đã có thể bán được, thì các đợt chào bán chứng khoán không có bất kỳ chất lượng nào ra công chúng bắt đầu xuất hiện. Chúng nhanh chóng tìm được người mua, giá của chúng thường được đấu thầu cao một cách nhiệt thành ngay sau khi phát hành so với tài sản có và lợi tức của chúng, đến mức mà ngay cả IBM, Xerox và Polaroid cũng cảm thấy tủi hổ. Phố Wall đã dễ dàng lên cơn điên rồ này mà không có một nỗ lực công khai nào bởi bất cứ một ai yêu cầu dừng lại trước sự sụp đổ không thể tránh khỏi của giá (ủy ban Chứng khoán và Giao dịch đã không thể làm gì hơn ngoài việc kiên quyết yêu cầu công bố các thông tin mà công chúng đầu cơ không thể không quan tâm đến, hoặc tuyên bố tiến hành các điều tra và trừng phạt các kiểu khác nhau sau khi thấy luật lệ bị vi phạm rõ ràng). Khi mà rất nhiều doanh nghiệp bé xíu song được thổi phồng quá mức như vậy biến mất khỏi tầm mắt, hoặc gần như vậy, thì tất cả cái đó được tiếp nhận một cách khá triết lý rằng đó là "một phần của cuộc chơi". Ai ai cũng thề là sẽ không làm những điều ngông cuồng rồ dại không thể tha thứ được như vậy - cho đến lần tiếp theo.

Xin cám ơn về bài giảng này, bạn đọc lịch sự sẽ nói. Thê còn các "phát hành giá hời" thì sao? Liệu ai đó có thực sự kiếm tiền được từ các chứng khoán đó mà không phải chịu một rủi ro nghiêm trọng nào? Đúng là như vậy, nếu bạn có thể tìm được đủ số chứng khoán đó để tạo nên được một nhóm đa dạng, và nếu bạn không bị mất kiên nhẫn khi chúng không lên giá ngay sau khi bạn mua chúng. Đôi khi sự kiên nhẫn cãn phải có lại tương đối nhiều. Trong lần xuất bản trước, chúng tôi đã đánh bạo nêu một ví dụ đơn lẻ (trang 188) mới xảy ra vào thời điểm chúng tôi viết. Đó là công ty Burton-Dixie Corp., với chứng khoán được bán ở mức 20 đô la so với giá trị tài sản ròng hiện tại có là 30 đô la và giá trị sổ sách là vào khoảng 50 đô la. Lợi nhuận cho vụ mua vào đó có lẽ là không thể có ngay lập tức. Song vào tháng 8/1967, tất cả các cổ đông được chào giá 53,75 đô la cho các cổ phiếu của họ, có lẽ là xấp xỉ bằng giá trị sổ sách. Một người nắm giữ cổ phiếu kiên nhẫn đã mua các cổ phiếu vào tháng 3/1964 ở mức 20 đô la có thể sẽ có được lợi nhuận 165% trong vòng 3 năm rưỡi - một tỷ suất lợi nhuận năm không lũy kế (noncompounded annual return) là 47%. Hầu hết các phát hành giá hời theo kinh nghiệm của chúng tôi đã không phải chờ lâu đến thế để thể hiện mức lợi nhuận cao, và chúng cũng không cho thấy một tỷ suất cao đến thế. Để biết thêm về một tình huống ít nhiều là tương tự như vậy, và mới xảy ra vào thời điểm mà chúng tôi viết, hãy xem phân tích của chúng tôi về National Presto Industries ở trên, trang 191.

Những tình huống đặc biệt hay các "kẽ sách tái cơ câu nợ" ("workout") Hãy cho phép chúng tôi đe cập ngắn gọn đến lĩnh vực này, bởi vì về mặt lý thuyết nó nằm trong chương trình hành động của một nhà đầu tư mạnh bạo. Điều này đã được bình luận ở trên, ở đây, chúng tôi sẽ cung cấp một số ví dụ về loại hình và một số nhận xét tiếp theo về cái mà có vẻ là đề xuất đối với một nhà đầu tư cởi mở và nhà đầu tư cảnh giác.

Ba tình huống như vậy, trong số nhiều tình huống khác nhau, đã xảy ra vào đầu năm 1971, và chúng có thể được tóm tắt như sau:

TÌNH HUỐNG 1. Sự việc Borden's thâu tóm Kayser- Roth. Vào tháng 1/1971, Borden Inc. thông báo một kế hoạch thâu tóm quyền kiểm soát Kayser-Roth ("quần áo đa dạng") bằng cách đổi 11/3 cổ phần của chứng khoán của mình lấy 1 cổ phần của Kayser-Roth. Vào ngày hôm sau, khi giao dịch thực sự, Borden đóng cửa ở mức 26 đô la và Kayser-Roth ở mức 28 đô la. Nếu một người "buôn chứng khoán" ("operator") mua vào 300 cổ phiếu của Kayser-Roth và bán ra 400 cổ phiếu của Borden tại các mức giá đó và nếu vụ giao dịch này được hoàn tất theo các điều kiện đã được công bố, anh ta có lẽ sẽ có được lợi nhuận khoảng 24% trên chi phí mua cổ phiếu của mình, trừ đi hoa hồng và một vài mục khác. Giả định là vụ giao dịch này sẽ hoàn tất trong vòng sáu tháng, lợi nhuận của anh ta có lẽ sẽ đạt mức tỷ suất khoảng 40% năm.

TÌNH HUỐNG 2. Vào tháng 11/1970, công ty National Biscuit Co. đè nghị mua quyền kiểm soát của công ty Aurora Plastics Co. với mức 11 đô la bằng tiền mặt. Chứng khoán này khi đó đang được bán ở mức giá khoảng 8,5 đô la,[Ễ] giá đóng cửa của nó trong tháng đó là 9 đô la và nó tiếp tục được bán ở mức đó cho đến cuối năm. ở đây, lợi nhuận ròng thể hiện lúc ban đầu là khoảng 25% tùy thuộc vào các rủi ro của việc không hoàn tất thương vụ này và vào yếu tố thời gian.

TÌNH HUỐNG 3. Công ty Universal-Marion Co. ngừng các hoạt động kinh doanh của mình và yêu cầu các cổ đông phê chuẩn việc giải thể công ty. Thủ quỹ của công ty cho biết là cổ phiếu thường có giá trị sổ sách khoảng 28,5 đô la trên một cổ phần, một phần lớn trong số đó là ờ dưới dạng thanh khoản. Chứng khoán này đóng cửa năm 1970 ở mức 21,5 đô la, cho thấy là có thể có một lợi nhuận ròng ở đây, nếu như giá trị sổ sách được hiện thực hóa dưới dạng thanh lý, là trên 30%.

Nếu các hoạt động kiểu như thế này, được tiến hành trên cơ sở đa dạng hóa nhằm trải rộng các rủi ro, có thể được tính toán nhằm đạt được mức lợi nhuận năm giả sử là 20% hoặc cao hơn, thì chúng có lẽ là hoàn toàn xứng đáng một cách không nghi ngờ gì. Bởi vì đây không phải là cuốn sách về các "tình huống đặc biệt" nên chúng tôi sẽ không đi vào chi tiết của kiểu kinh doanh này - bởi vì đó là kinh doanh thực sự. Hãy cho phép chúng tôi chỉ ra hai diễn biến trái ngược nhau ở đây trong những năm gần đây. Một mặt, số lượng các vụ giao dịch để có thể lựa chọn đã tăng một cách mạnh mẽ so với chẳng hạn là 10 năm trước đây. Đây là hệ quả của cái có thể được gọi là cơn cuồng của các công ty muốn đa dạng hóa các hoạt động của họ thông qua các hình thức thâu tóm công ty khác nhau, vân vân. Trong năm 1970, số lượng các "thông báo sáp nhập công ty" đạt tổng cộng là khoảng 5.000, giảm từ con số trên 6.000 của năm 1969. Tổng giá trị tiền tệ trong các vụ sáp nhập đó lên đến nhiều, nhiều tỷ đô la. Có lẽ là chỉ một phần nhỏ trong số 5.000 thông báo sáp nhập đó cho thấy một cơ hội rõ ràng cho việc mua vào các cổ phiếu bởi một nhà đầu tư chuyên về các tình huống đặc biệt,

song phần nhỏ đó vẫn là đủ lớn để làm cho anh ta luôn bận rộn với việc nghiên cứu, lấy ra và lựa chọn.

Mặt khác của tình hình là một bộ phận ngày càng lớn các vụ sáp nhập được thông báo đã không thể hoàn tất được. Trong các trường hợp đó, tất nhiên là lợi nhuận được nhắm tới sẽ không được hiện thực hóa, mà có lẽ sẽ được thay thế bởi một thua lỗ ít nhiều nghiêm trọng. Các nguyên nhân của sự sáp nhập không thành công thì có rất nhiều, trong đó có cả sự can thiệp chống đặc quyền, sự phản đối của các cổ đông, sự thay đổi của các "điều kiện thị trường", các chỉ số không thuận lợi từ các nghiên cứu sâu hơn, việc không có khả năng thống nhất trí về chi tiết và nhiều điều khác nữa. Tất nhiên, sự lắt léo ở đây là cần có sự suy xét, được củng cố vững chắc thêm bởi kinh nghiệm, nhằm chọn ra những vụ giao dịch có khả năng thành công cao nhất, cũng như những vụ nào có khả năng chịu thua lỗ nhỏ nhất nếu như thất bại[401].

Nhận xét thêm về các ví dụ trên đây KAYSER-ROTH. Các giám đốc của công ty này đã bác bỏ (vào tháng 1/1971) đề nghị của Borden vào lúc mà chương này đã được viết. Nếu giao dịch này bị "hủy" ngay lập tức thì thua lỗ tổng cộng, kể cả hoa hồng, sẽ là khoảng 12% chi phí mua cổ phiếu của Kayser-Roth.

AURORA PLASTICS. Do kết quả thực hiện tồi tệ của công ty này trong năm 1970, các điều kiện thâu tóm đã được đàm phán lại và giá được giảm xuống còn 10,5 đô la. Các cổ phiếu được trả tiền vào cuối tháng 5. Tỷ suất lợi nhuận năm được hiện thực hóa ở đây là vào khoảng 25%.

UNIVERSAL-MARION. Công ty này ngay lập tức thực hiện việc phân phát ban đầu bằng tiền mặt và chứng khoán trị giá khoảng 7 đô la trên một cổ phiếu, làm giảm đầu tư xuống, chẳng hạn, còn 14,5 đô la. Tuy nhiên, sau đó giá thị trường đã tụt xuống mức thấp tới 13 đô la, gây nên nghi ngờ về kết quả cuối cùng của việc phát mại.

Giả định là ba ví dụ nêu trên là tương đối tiêu biểu cho các cơ hội "tái cơ cấu nợ hoặc kinh doanh chênh lệch giá" ("workout or arbitrage") nói chung vào năm 1971, điều rõ ràng là chúng không có tính hấp dẫn nếu đưa vào trên cơ sở ngẫu nhiên. Hơn bao giờ hết, chỗ này đã trở thành lĩnh vực cho các nhà chuyên nghiệp, với kinh nghiệm và óc phán xét cần thiết.

Có một minh họa lý thú về ví dụ Kayser-Roth của chúng ta. Vào cuối năm 1971, giá rớt xuống dưới mức 20 đô la trong khi Borden đang được bán với giá 25 đô la, tương đương 33 đô la đối với Kayser-Roth theo các điều kiện của đê nghị trao đổi. Dường như hoặc các giám đốc đã phạm một sai lầm lớn khi từ chối cơ hội đó, hoặc là các cổ phiếu của Kayser-Roth đã bị định giá quá thấp trên thị trường. Đây là một điều gì đó để nhà phân tích chứng khoán xem xét.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 15 Trong thế giới này sống theo quan điểm chung của thế gian là điều dễ dàng; sống theo cách của riêng ta trong sự cô độc cũng dễ dàng; song người vĩ đại là người mà ở giữa đám đông vẫn giữ được tính độc lập cô đơn của riêng mình bằng một sự hòa nhã tuyệt hảo.

- Ralph Waldo Emerson THỰC HÀNH, THỰC HÀNH, THỰC HÀNH Max Heine, người sáng lập của quỹ Mutual Series Funds, rất thích nói là "có nhiều con đường dẫn đến Jerusalem". Điêu mà nhà lựa chọn chứng khoán bậc thầy này muốn nói là phương pháp chọn chứng khoán lấy giá trị làm trọng tâm của chính ông không phải là cách thức duy nhất để trở thành nhà đầu tư thành công. Trong chương này, chúng tôi sẽ xem xét vài kỹ thuật mà một số nhà quản lý tiền tệ hàng đầu ngày nay sử dụng để chọn lựa chứng khoán.

Thứ nhất, điều này đáng được nhắc lại đối với hầu hết các nhà đầu tư, việc lựa chọn các chứng khoán riêng lẻ là không cần thiết - nếu như không phải là không khôn ngoan. Việc hầu hết các nhà đầu tư chuyên nghiệp thực hiện việc lựa chọn chứng khoán khá tồi không có nghĩa là hầu hết những người nghiệp dư có thể làm tốt hơn. Đại đa số những người thử chọn chứng khoán đã hiểu được rằng họ không giỏi như họ đã tưởng; những người may mắn nhất phát hiện ra điều này sớm hơn, còn những người kém may mắn hơn thì phải mất vài năm mới hiểu ra được điều đó. Một tỷ lệ nhỏ các nhà đầu tư có thể tỏ ra trội hơn trong việc lựa chọn các chứng khoán cho riêng mình. Mọi người khác có lẽ sẽ tốt hơn nếu nhận sự giúp đỡ, tốt nhất là thông qua một quỹ đầu tư theo chỉ số.

Graham khuyên các nhà đầu tư trước hết nên thực hành đã, giống như các vận động viên dù nổi tiếng và các nhà chơi nhạc dù vĩ đại cũng phải thực hành và diễn tập trước mỗi lần trình diễn thực sự, ông gợi ý nên bắt đâu bằng cách dành ra một năm để theo dõi và lựa chọn chứng khoán (nhưng không sử dụng đồng tiền thật)[402]. Vào thời của Graham, bạn có thể thực hành bằng cách sử dụng một cuốn sổ kế toán ghi các giao dịch mua bán giả định; ngày nay, bạn có thể sử dụng những bộ "săn lùng danh mục đầu tư" ("portfolio tracker") tại các trang web kiểu như www.morningstar.com,http://finance.yahoo.com, http://money.cnn.com/services/portfolio/ hoặc www.marketocracy.com (ở trang web cuối cùng này, hãy đừng để ý đến sự cường điệu "đánh bại thị trường" đối với các quỹ và dịch vụ của nó).

Bằng cách tập luyện các kỹ thuật của bạn trước khi thử nghiệm chúng bằng tiền thật, bạn có thể phạm các sai lầm mà không bị thua lỗ thực sự, có thể trau dồi kỷ luật tránh giao dịch thường xuyên, có thể so sánh cách tiếp cận của bạn với các cách tiếp cận của các nhà quản lý tiền tệ hàng đầu, và có thể học hỏi được những gì sẽ phù hợp đối với bạn. Điều tốt hơn cả là việc theo dõi kết quả của tất cả các lần lựa chọn chứng khoán của bạn sẽ giúp bạn khỏi quên một điều là một số linh cảm của bạn té ra lại ôi thiu. Điều đó sẽ buộc bạn phải học hỏi từ những thắng lợi và thất bại của bạn. Sau một năm, hãy thử so kết quả của bạn với kết quả mà bạn có nếu như đầu tư toàn bộ tiền vào một quỹ chỉ số s & p 500. Nếu bạn không cảm thấy thích thú sự thử nghiệm hoặc các lựa chọn của bạn là kém thì sẽ không có thiệt hại nào xảy

ra cả, chẳng qua lựa chọn các chứng khoán riêng lẻ không phải là việc dành cho bạn. Hãy tìm cho mình một quỹ chỉ số và đừng lãng phí thời gian của bạn vào việc lựa chọn chứng khoán.

Nếu bạn thích thú thử nghiệm này và đạt được mức sinh lợi tương đối tốt thì hãy dân dần hình thành rổ chứng khoán của mình - song hãy giới hạn nó ở mức nhiều nhất là 10% toàn bộ danh mục đầu tư của bạn (số tiền còn lại hãy để trong quỹ chỉ số). Và hãy nhớ rằng bạn luôn luôn có thể dừng lại nếu nó không còn làm bạn quan tâm hoặc mức sinh lợi của bạn trở nên kém.

HÃY NHÌN XUỐNG BẼN DƯỚI NHỮNG ĐỎNG TIỀN ĐÚNG CHỎ Vậy thì bạn sẽ phải đi tìm một chứng khoán có tiềm năng cho lãi như thế nào? Bạn có thể sử dụng các trang web kiểu như http://finance.yahoo.com và www.morningstar.com để sàng lọc ra các chứng khoán bằng các bộ lọc thống kê như được gợi ý trong chương 14. Hoặc bạn có thể thực hiện một cách tiếp cận kiên nhẫn hơn, như kiểu người thợ thủ công điêu luyện. Không giống như hầu hết những người khác, rất nhiều người trong số các nhà đầu tư chuyên nghiệp lúc đầu quan tâm đến một công ty khi giá cổ phiếu của công ty đó xuống thấp chứ không phải lên cao. Christopher Browne từ quỹ Tweedy Browne Global Value Fund, William Nygren từ quỹ Oakmark Fund, Robert Rodriguez từ quỹ FPA Capital Fund, và Robert Torray từ quỹ Torray Fund, tất cả họ đều gợi ý là hãy nhìn vào danh mục hằng ngày của các mức thấp mới trong 52 tuần của tờ Wall Street Journal hoặc một bảng tương tự trong mục 'Tuần thị trường" của tuần báo Barron's. Danh mục này sẽ cho bạn thấy các chứng khoán và các ngành công nghiệp hiện đang không được yêu thích và ưa chuộng, và do vậy cho thấy tiềm năng có mức sinh lợi cao một khi mà quan niệm lại thay đổi.

Christopher Davis từ quỹ Davis Funds và William Miller từ công ty Mason Value Trust rất muốn thấy tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (returns on invested capital, tức ROIC) tăng lên, một cách để đo lường xem việc một công ty đã tạo ra một cách hiệu quả như thế nào cái mà Warren Buffett gọi là "lợi tức của người sở hữu"[403] (xem phần đóng khung dưới đây để biết thêm chi tiết).

Từ EPS đến ROIC Thu nhập ròng hay lợi tức trên một cổ phiếu (earnings per share - EPS) đã bị bóp méo trong những năm gần đây bởi các nhân tố kiểu như các bảo đảm quyền chọn mua/bán cổ phiếu (stock-option grants), các khoản lai kế toán và phí kế toán. Để biết được một công ty đã thực sự có được bao nhiêu lợi nhuận trên số vốn mà công ty đó triển khai vào công việc kinh doanh của mình, hãy nhìn ra xa hơn EPS sang đến ROIC, hay là tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư. Christopher Davis từ quỹ Davis đã định nghĩa ROIC bằng công thức sau đây:

ROIC = lợi tức người sở hữu -i- [chia cho] vốn đã đầu tư, trong đó lợi tức người sở hữu bằng:

Lợi nhuận hoạt động cộng khấu hao tài sản hữu hình (depreciation) cộng khấu hao vô hình đặc quyền kế nghiệp (amortization of goodwill) trừ thuế thu nhập Liên bang (được đóng theo tỷ lệ trung bình của công ty) trừ chi phí của các quyền chọn mua/bán cổ phiếu trừ chi phí vốn "duy trì" (hay cốt yếu) trừ bất kỳ lợi nhuận nào được tạo bởi tỷ suất lợi tức không bền vững trên các quỹ lương hưu (vào thời điểm năm 2003, bất cứ cái gì lớn hơn 6,5%) và vốn đã được đầu tư bằng:

Tổng tài sản có trừ tiền mặt (cũng như các đầu tư ngắn hạn và các tài sản nợ hiện tại không bị tính lãi) cộng các phí kế toán năm đã qua mà làm giảm vốn đã đầu tư.

ROIC có khả năng thể hiện, sau khi đã tính tất cả các chi phí hợp pháp, là công ty đã kiếm lợi được gì từ các ngành nghề kinh doanh của mình -và công ty đã sử dụng tiền của các cổ đông một cách hiệu quả như thế nào để tạo ra tỷ suất lợi nhuận đó. Một ROIC ở mức ít nhất 10% là hấp dẫn, thậm chí 6% hay 7% có thể là hấp dẫn nếu công ty có các nhãn hàng tốt, có một bộ máy quản trị tập trung vào nhiệm vụ, hoặc đang nằm dưới đám mây tạm thời.

Bằng cách kiểm tra các "tương thích", tức là các mức giá mà các doanh nghiệp tương tự đã bị tiếp quản (bị mua) trong nhiều năm qua, các giám đốc kiểu như Nygren của Oakmark và 0. Mason Hawkins của Longleaf Partners có được ý tưởng tốt hơn về giá trị các bộ phận của công ty đến đâu. Đối với một nhà đầu tư cá nhân, đây là một công việc nặng nhọc và khó khăn: Hãy bắt đầu bằng cách nhìn vào chú giải cuối trang "Các phân khúc kinh doanh" trong báo cáo hằng năm của công ty, trong đó thường liệt kê khu vực công nghiệp, doanh thu và lợi tức của mỗi một công ty chi nhánh (mục 'Thảo luận và phân tích quản trị" cũng có thể giúp ích cho bạn). Sau đó hãy tìm kiếm một cơ sở dữ liệu tin tức kiểu như Factiva, ProQuest, hay LexisNexis để xem các ví dụ về các công ty khác trong cùng ngành công nghiệp mới bị tiếp quản trong thời gian gần đây. Hãy dùng cơ sở dữ liệu EDGAR tại địa chỉ www.SGC.gov để lấy được các báo cáo hằng năm trong quá khứ của các công ty này, bạn sẽ có thể xác định được tỷ số giữa giá mua trên lợi tức của các công ty bị tiếp quản đó. Sau đó, bạn có thể dùng tỷ số đó để ước tính liệu công ty tiếp quản có thể trả bao nhiêu tiền cho một chi nhánh tương tự của công ty mà bạn hiện đang đầu tư vào.

Bằng cách phân tích riêng từng chi nhánh của công ty theo cách như vậy, bạn sẽ có thể thấy được là liệu chúng có đáng giá hơn so với giá chứng khoán hiện tại hay không. Hawkins của Longleaf rất thích tìm cái mà ông ta gọi là "những đồng đô la 60 xu", tức là các công ty có chứng khoán đang được giao dịch ở mức 60% hoặc thấp hơn so với giá trị mà ông định giá các công ty đó. Điều đó giúp tạo ra một số dư an toàn mà Graham luôn yêu cầu.

AI LÀ ÔNG CHỦ?

Cuối cùng, hầu hết các nhà đầu tư chuyên nghiệp hàng đầu đèu muốn nhìn thấy công ty được điều hành bởi những người mà theo lời William Nygren của Oakmark là, "suy nghĩ như những người chủ sở hữu, chứ không phải như các nhà quản trị". Hai phép kiểm định đơn giản: các công bố tài chính của công ty có dễ hiểu không, hay là chúng đãy rẫy những mớ

bòng bong rối rắm? Các chi phí "không định kỳ" hoặc "khác thường" hoặc "bất thường" có đúng là vậy không, hay chúng có một lệ xấu xa là trở thành định kỳ?

Mason Hawkins của Longleaf tìm kiếm các nhà quản lý công ty nào là những "đối tác tốt" - nghĩa là họ thông báo một cách ngay thẳng về các vấn đè, có các kế hoạch rõ ràng để phân bố dòng tiền hiện tại và tương lai, và sở hữu một phần đáng kể chứng khoán của công ty (tốt nhất là thông qua việc mua bằng tiền mặt chứ không phải thông qua các giao dịch quyền chọn mua/bán cổ phiếu). Song "nếu như ban quản trị nói về giá chứng khoán nhiều hơn là nói về công việc kinh doanh", Robert Torray từ quỹ Torray Fund cảnh báo, "chúng tôi sẽ không quan tâm nữa". Christopher Davis từ quỹ Davis Funds ưa thích các công ty nào giới hạn việc phát hành các quyền chọn mua/bán cổ phiếu trong khoảng 3% của các cổ phiếu đang lưu hành.

Tại quỹ Vanguard Primecap, Howard Schow truy tìm "điêu mà công ty nói vào một năm và điều xảy ra vào năm sau đó. Chúng tôi muốn thấy không chỉ liệu ban quản trị có trung thực với các cổ đông không, mà còn cả liệu ban quản trị có trung thực với chính họ không" (nếu ông chủ công ty cứ luôn khẳng định rằng mọi sự đêu tuyệt cả trong khi công việc kinh doanh đang lộn xộn, hãy coi chừng!). Ngày nay, bạn có thể có quyền được nghe tại các hội nghị định kỳ của công ty, ngay cả khi bạn chỉ sở hữu một ít cổ phiếu; để biết được lịch trình, hãy gọi điện đến phòng quan hệ với nhà đầu tư tại trụ sở chính của công ty hoặc vào trang web của công ty.

Robert Rodriguez từ quỹ FPA Capital Fund giở trang cuối cùng của báo cáo hằng năm của công ty, trong đó nêu tên người đứng đầu các bộ phận hoạt động của công ty. Nếu như có rất nhiều sự luân chuyển những cái tên đó trong một hoặc hai năm đầu dưới chế độ của vị giám đốc điều hành mới, đó có lẽ là một dấu hiệu tốt: ông ta đang dọn sạch "phần gỗ" chết. Nhưng nếu như sự luân chuyên cấp cao vẫn cứ tiếp diễn thì sự thay đổi đó có thể sẽ biến thành sự hỗn loạn.

HÃY ĐẾ MẮT ĐẾN CON ĐƯỜNG Thậm chí còn có nhiều con đường dẫn đến Jerusalem hơn so với các con đường trên. Một số nhà quản lý danh mục đầu tư hàng đầu, như David Dreman từ Dreman Value Management và Martin Whitman từ quỹ Third Avenue Funds, lại tập trung vào các công ty bán ra ở mức thấp gấp nhiều lần tài sản có, lợi tức hoặc dòng tiền mặt. Một số người khác, như Charles Royce từ quỹ Royce Funds và Joel Tillinghast từ quỹ Fidelity Low-Priced Stock Fund, săn lùng các công ty nhỏ bị định giá thấp. Và, đề có được một cái nhìn vô cùng ngắn gọn về cách mà nhà đầu tư đáng kính nhất ngày nay, Warren Buffett, đã lựa chọn các công ty như thế nào, hãy xem phần đóng khung dưới đây.

Một kỹ thuật có lẽ là khá hữu ích: Hãy xem các nhà quản lý tiền tệ chuyên nghiệp hàng đầu nào đang sở hữu đúng những chứng khoán mà bạn đang sở hữu. Nếu có một hoặc hai cái tên liên tục hiện lên, hãy đến các trang web của các công ty quỹ đó và tải xuống các báo cáo gần đây nhất của họ. Bằng cách xem còn các chứng khoán nào khác mà các nhà đầu tư này sở hữu, bạn có thể học được nhiều hơn về các phẩm chất chung nào mà các công ty này đều có;

bằng cách đọc bình luận của các giám đốc, bạn có thể có được ý tưởng về cách làm sao có thể hoàn thiện thêm cách tiếp cận của riêng bạn[404].

CÁCH CỦA WARREN Học trò xuất sắc nhất của Graham là Warren Buffet đã trở thành nhà đầu tư thành đạt nhất thế giới bằng cách đưa những bản sắc mới vào các ý tưởng của Graham. Buffet và đối tác của ông là Charles Munger đã kết hợp "số dư an toàn" của Graham và việc tách mình khỏi thị trường với sự nhấn mạnh có tính chất đổi mới của riêng họ về tăng trưởng tương lai. Dưới đây là tóm tắt vô cùng ngắn gọn về cách tiếp cận của Buffet:

Ổng tìm kiếm cái mà ông gọi là các công ty "nhượng quyền kinh doanh" ("franchise") với các nhãn hiệu hàng tiêu dùng mạnh, các công việc kinh doanh có thể dễ dàng hiểu được, tình trạng tài chính lành mạnh, và vị thế gần như độc quyền trên thị trường của mình, kiểu như H & R Block, Gillette và Washington Post Co. Buffett rất thích chộp lấy một chứng khoán khi một vụ bê bối, thua lỗ lớn hoặc các tin tức tồi tệ khác đang đi qua trên đầu nó như một đám mây giông - như khi ông đã mua Coca-Cola ngay sau sự ra mắt mang tính thảm họa của "New Coke" của công ty này và sự sụp đổ của thị trường năm 1987. ồng cũng muốn thấy các nhà quản trị nào đặt ra và thực hiện được các mục tiêu hiện thực; xây dựng nên các doanh nghiệp của mình từ bên trong, chứ không phải thông qua tiếp quản; phân bổ vốn một cách khôn ngoan; và không tự chi trả cho mình những món lời khổng lồ hàng trăm triệu đô la của các quyền chọn mua/bán cổ phiếu. Buffett luôn đòi hỏi sự tăng trưởng đều đặn và bèn vững đối với lợi tức, sao cho công ty sẽ có giá trị cao hơn trong tương lai so với ngày hôm nay.

Trong các báo cáo hằng năm của ông, được lưu trữ tại địa chỉ www.berkshirehathaway.com, Buffet đã nêu ra cách tư duy của mình như một cuốn sách mở. Có lẽ là không có nhà đầu tư nào khác, kể cả Graham, đã công khai tiết lộ nhiều hơn thế về cách tiếp cận của mình, hoặc đã viết ra các bài tiểu luận có thể được đọc một cách hấp dẫn đến như vậy (một câu cách ngôn kinh điển của Buffet: "Khi một ban quản trị với danh tiếng xuất sắc xử lý một doanh nghiệp với danh tiếng tồi tệ về kinh tế, chính danh tiếng của doanh nghiệp vẫn còn nguyên"). Mỗi một nhà đầu tư thông minh có thể, và cần phải, học hỏi được bằng cách đọc những lời của bậc thầy đó.

Dù sử dụng kỹ thuật nào để lựa chọn chứng khoán, các nhà đầu tư chuyên nghiệp thành đạt có hai điểm chung: Thứ nhất, họ có kỷ luật và nhất quán, từ chối thay đổi cách tiếp cận của mình thậm chí ngay cả khi nó không hợp thời. Thứ hai, họ suy nghĩ rất nhiều về điều họ làm và cách làm điều đó như thế nào, song họ không quan tâm nhiều đến việc thị trường đang làm gì.

CHƯƠNG 16 Các phát hành chứng khoán chuyển đôi và chứng chỉ quyên mua cổ phiếu Các trái phiếu có thể chuyển đổi và cổ phiếu ưu đãi ngày càng có tầm quan trọng vượt trội trong những năm gần đây trong lĩnh vực huy động vốn hạng trên (senior financing)[405]. Như một diễn biến song hành, các chứng chỉ quyền mua cổ phiếu (stock-option warrant) - tức là các quyền dài hạn để mua các cổ phiếu thường ở mức giá quy định - ngày càng xuất hiện nhiều hơn. Trên một nửa các phát hành chứng khoán ưu đãi hiện được nêu trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán của Standard & Poor's có đặc quyền chuyển đổi, và điều này cũng đúng với phần lớn việc huy động vốn bằng trái phiếu công ty trong những năm 1968-1970. Có ít nhất là 60 xê-ri (loạt) chứng chỉ quyền mua cổ phiếu khác nhau được giao dịch tại sở Giao dịch Chứng khoán Mỹ (AMEX). Trong năm 1970, lần đầu tiên trong lịch sử của mình, sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) đã niêm yết một phát hành chứng chỉ quyền mua cổ phiếu dài hạn, cho quyền được mua 31.400.000 cổ phần của American Tel. & Tel. ở mức giá 52 đô la một cổ phiếu. Với "Chuồng Mẹ" ("Mother Bell")[406] khi ấy đang dẫn đầu đoàn diễu hành, phát hành đó chắc chắn sẽ được bổ sung thêm bởi rất nhiều các công ty mới cho ra các chứng chỉ như vậy (như chúng tôi sẽ chỉ ra sau này, chúng là những đồ giả mạo theo nhiều nghĩa)[407].

Trong bối cảnh chung, các phát hành chứng khoán có thể chuyên đổi được xếp hạng quan trọng hơn nhiều so với các chứng chỉ quyền mua, và chúng tôi sẽ phân tích các phát hành chứng khoán có thể chuyển đổi trước. Có hai khía cạnh quan trọng cần được xem xét từ quan điểm của nhà đầu tư. Thứ nhất, các phát hành chứng khoán chuyên đổi được xếp hạng thế nào về mặt cơ hội và rủi ro đầu tư? Thứ hai, sự tồn tại của chúng có ảnh hưởng thể nào đến giá trị của các phát hành cổ phiếu thường có liên quan?

Các phát hành chứng khoán chuyên đổi được cho là đặc biệt thuận lợi cho cả nhà đầu tư lẫn công ty phát hành. Nhà đầu tư nhận được sự bảo hộ hơn hẳn đối với trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi, cộng với cơ hội được tham gia vào bất kỳ sự tăng mạnh nào về giá trị của cổ phiếu thường. Công ty phát hành thì có thể huy động được vốn ờ mức lãi suất hoặc chi phí cổ tức ưu đãi vừa phải, và nếu như sự phát đạt kỳ vọng được hiện thực hóa, nhà phát hành sẽ loại bỏ được nghĩa vụ ưu đãi bằng cách chuyên đổi nó thành cổ phiếu thường. Như vậy, cả hai bên của loại giao dịch này đêu cảm thấy ổn thỏa khác thường.

Rõ ràng đoạn văn trên đây chắc hẳn là đã thổi phông trường hợp này ở đâu đó, bời vì bạn không thể nào chỉ đơn thuần bằng một công cụ khéo léo lại tạo được một vụ làm ăn tốt hơn hẳn cho cả hai phía. Đê đổi lấy đặc quyền chuyên đối, nhà đầu tư thường phải từ bỏ một cái gì đó quan trọng hoặc là về chất lượng, hoặc là về tỷ suất lợi tức, hoặc cả hai[408]. Ngược lại, nếu như công ty có được tiền với chi phí thấp hơn nhờ vào tính chất chuyển đổi, công ty đó để đổi lại cũng phải chấp nhận một phần đòi hỏi của các cổ đông thường đối với sự cải thiện giá trị trong tương lai. về vấn đề này, có rất nhiều lập luận lắt léo được đưa ra để phản bác và ủng hộ. Kết luận an toàn nhất có thể đạt được ở đây là các phát hành chứng khoán có thể chuyển đổi, cũng giống như bất kỳ hình thức chứng khoán nào khác, tự nó không phải là

đảm bảo cho tính hấp dẫn hay không hấp dẫn. Vấn đề đó sẽ phụ thuộc vào tất cả các yếu tố xung quanh phát hành cụ thể đó [409].

Tuy nhiên chúng ta biết là một nhóm các phát hành chứng khoán chuyển đổi được đưa ra trong giai đoạn thị trường lên giá chắc chắn là sẽ thu được các kết quả không thỏa mãn xét về tổng thể (điều không may là trong các giai đoạn lạc quan như vậy, hầu hết các loại huy động vốn có thể chuyên đổi đã được thực hiện trong quá khứ rồi). Hậu quả tôi tệ chắc chắn sẽ là điều không tránh khỏi, ngay từ việc xác định thời điểm, do sự suy giảm rộng khắp trên thị trường chứng khoán chắc chắn sẽ làm cho đặc quyền chuyên đổi trở nên kém hấp dẩn hơn - và nó cũng thường đặt dấu hỏi đối với sự an toàn nẽn tâng của chính đợt phát hành[410]. Để làm minh họa nhóm, chúng tôi sẽ lấy lại vi dụ được sử dụng trong lần xuất bân đầu tiên của mình về động thái giá tương đối của các chứng khoán ưu đãi chuyên đổi và không chuyên đổi được chào bán năm 1946, năm đóng lại thị trường lên giá trước một năm khác thường bắt đâu vào 1949 (xem bàng 16-1).

BẢNG 16-1: Sôi liệu giá của các phát hành cổ phiếu ưu đãi mới được chào bán năm 1946

Thay đổi về giá từ giá phát hành đến giá thấp cho đến tháng 7/1947	Số các phát hành không chuyển đổi	Số các phát hành chuyển đổi và tham dự
Không giảm	7	0
Giảm 0–10%	16	2
10–20%	11	6
20–40%	3	22
40% hoặc hơn	0	12
	37	42
Mức giảm trung bình	Khoảng 9%	Khoảng 30%

Rất khó để nêu một trình bày có tính so sánh cho các năm 1967-1970, bởi vì trong các năm đó hầu như không có các chứng khoán không chuyển đổi mới nào được chào bán. Song có thể dễ dàng thể hiện được là sự giảm giá trung bình của các cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi từ tháng 12/1967 đến tháng 12/1970 là lớn hơn so với sự giảm giá trung bình của các cổ phiếu thường xét về tổng thể (cổ phiếu thường chỉ mất giá có 5%). Ngoài ra, các chứng khoán chuyển đổi dường như cho kết quả kém hơn một chút so với các cổ phiếu ưu đãi không chuyển đổi trong giai đoạn từ tháng 12/1968 đến tháng 12/1970, như được nêu trong

một mẫu gồm 20 phát hành thuộc loại này trong bảng 16-2. Các so sánh đó sẽ cho thấy là các chứng khoán chuyển đổi xét về tổng thể có chất lượng tương đối kém hơn với tư cách là các phát hành hạng trên, và cũng bị ràng buộc vào các cổ phiếu thường có kết quả kém hơn so với toàn thị trường ngoại trừ giai đoạn có sự tăng giá đột ngột mang tính đầu cơ. Các nhận xét này tất nhiên là không áp dụng cho tất cả các phát hành chứng khoán chuyển đổi. Trong năm 1968 và đặc biệt là năm 1969, một số lượng khá lớn các công ty mạnh đã sử dụng các phát hành chuyển đổi để chống lại mức lãi suất cao một cách bất thường ngay cả đối với các trái phiếu có chất lượng hạng nhất. Song điều đáng lưu ý là trong mẫu 20 cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi của chúng tôi, chỉ có một cổ phiếu cho thấy sự tăng giá, còn 14 cổ phiếu thì bị mất giá tồi tệ[411], BẢNG 16-2: Sô liệu giá của các cố phiếu ưu đãi, cổ phiếu thường và chứng chỉ quyên mua, tháng 12/ 1970 so với tháng 12/1968 (dựa trên các mẫu ngẫu nhiên, mỗi mẫu có 20 chứng khoán)

	Cổ phiếu ưu đãi không chuyển đổi		Cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi	Cổ phiếu thường chuyển đổi	Chứng chỉ quyền mua được niêm yết
	Xếp hạng A hoặc cao hơn	Xếp hạng dưới A			
Tăng	2	0	1	2	1
Giảm					
0–10%	3	3	3	4	0
10–20%	14	10	2	1	0
20–40%	1	5	5	6	1
40% hoặc hơn	0	0	9	7	18
Mức giảm trung bình	10%	17%	29%	33%	65%

(Chỉ số tổng hợp 500 cổ phiếu thường của Standard & Poor's giảm 11,3%.) Kĕt luận được rút ra từ các con số này là các phát hành chứng khoán chuyên đổi tự nó không phải là kém được ưa chuộng hơn so với các chứng khoán không chuyên đổi. Với mọi điều kiện khác là như nhau thì điều ngược lại mới đúng. Song chúng ta đã nhìn thấy một cách rõ ràng là các điều kiện khác trong thực tĕ là không như nhau, và việc bổ sung thêm đặc quyền chuyên đổi thường - và nói chung là - để lộ ra việc không có một chất lượng đầu tư đích thực đối với phát hành đó.

Tất nhiên, đúng là một cổ phiếu ưu đãi chuyên đổi thì an toàn hơn so với cổ phiếu thường của cùng một công ty - điều đó nói lên là cổ phiếu ưu đãi chuyên đối bị rủi ro ít hơn về sự mất tiền gốc. Do đó, những ai mua chứng khoán chuyên đổi mới thay vi cổ phiếu thường tương ứng sẽ là có lý xét theo lý do đó. Song trong hău hêt các trường hợp, cổ phiếu thường có lẽ không phải là một món để mua vào đâu tiên một cách thông minh tại mức giá chiễm ưu thế, và việc thay thể bằng các cổ phiếu ưu đãi chuyên đổi cũng không cải thiện được tình hình một cách đáng kể. Hơn thế, rất nhiều vụ mua chứng khoán chuyển đổi được thực hiện bởi các nhà đầu tư không có mối quan tâm đặc biệt hoặc tin tưởng vào cổ phiếu thường - tức là họ không bao giờ nghĩ đến việc mua cổ phiếu thường vào lúc đó - song họ bị cám dỗ bởi cái trông có vẻ như là sự kết hợp hoàn hảo của quyền được chi trả trước cộng với đặc quyền chuyển đổi sát với thị trường hiện tại. Trong nhiều trường hợp, sự kết hợp này cho kết quả khá tốt, song số liệu thống kê dường như lại cho thấy là nhiều khả năng cái đó lại là một cạm bẫy nguy hiểm.

Liên quan đến việc sở hữu các chứng khoán chuyển đổi, có một vấn đè đặc biệt mà hầu hết các nhà đầu tư không nghĩ tới. Ngay cả khi lợi nhuận xuất hiện, nó cũng đưa đến một tình thế tiến thoái lưỡng nan. Liệu người giữ chứng khoán có nên bán ra khi có sự tăng giá nhỏ; liệu anh ta có nên giữ tiếp để chờ tăng giá cao hơn; neu chứng khoán phát hành bị thu hồi (mua lại) - như thường xảy ra khi cổ phiếu thường lên giá đáng kể - liệu anh ta nên bán ra hay là chuyên đổi nó thành cổ phiếu thường đề giữ?[412].

Hãy cho phép chúng tôi thảo luận bằng những con số cụ thể. Bạn mua một trái phiếu 6% ở mức giá 100 đô la, có thể chuyên đối thành cổ phiếu ở mức giá 25 đô la - có nghĩa là, ở mức 40 cổ phiếu cho mỗi một trái phiếu 1.000 đô la. Cổ phiếu lên giá đến 30 đô la làm cho trái phiếu đáng giá ít nhất là 120 đô la, và như vậy nó được bán ở mức là 125 đô la. Bạn hoặc là bán ra hoặc là tiếp tục giữ. Nễu bạn giữ tiếp, hy vọng sẽ có giá cao hơn, bạn sẽ ờ vào vị thế của một cổ đông thường, bời vì nêu cổ phiếu đó xuống giá thì trái phiếu của bạn cũng sẽ xuống giá theo. Một người bão thủ chắc hẳn sẽ nói là mức giá trên 125 đô la thì vị thế của anh ta trở nên có tính chất đầu cơ nhiều quá, do vậy anh ta sẽ bán ra và nhận được một lợi nhuận đáng hài lòng là 25%.

Như vậy, mọi thứ đều ổn thỏa cả. Song hãy theo đuổi vấn đề này thêm chút nữa. Trong nhiều trường hợp khi người nắm giữ bán ra ở mức 125 đô la, cổ phiếu thường lại tiếp tục lên giá, đầy chứng khoán chuyển đổi lên cùng với nó, và nhà đầu tư sẽ chịu một nỗi đau đặc trưng của những ai đã bán ra vội quá. Lần sau, anh ta quyết định giữ lại để chờ giá 150 hoặc 200 đô la. Chứng khoán phát hành lên giá đến 140 đô la và anh ta không bán. Sau đó thị trường đổ vỡ và trái phiếu của anh ta trượt xuống chỉ còn có 80 đô la. Một lần nữa, anh ta lại phạm sai lầm.

Bên cạnh nỗi đau về tinh thần liên quan đến việc đưa ra các dự đoán tồi - điều này dường như là không thể tránh khỏi - có một sự hạn chế thực sự về mặt số học đối với các hoạt động về các chứng khoán chuyển đổi. Điêu có thể giả định là cách xử sự cứng rắn và thống nhất

để bán ra ở mức lợi nhuận 25% hoặc 30% sẽ cho kết quả tốt nhất như đã được áp dụng đối với nhiều cổ phiếu. Khi đó điều này sẽ đánh dấu mức giới hạn trên của lợi nhuận và sẽ được hiện thực hóa chỉ đối với các phát hành nào đã có kết quả tốt. Song nếu - có vẻ là đúng - các phát hành đó thường thiếu sự an toàn cơ bân thích hợp và thường bị thả nổi, mua vào ở các giai đoạn cuối của thị trường lên giá, khi đó một tỷ lệ khá lớn của các phát hành đó sẽ không thể lên giá đến 125 đô la, song cũng sẽ không sụp đổ khi thị trường quay đầu đi xuống. Như vậy, các cơ hội ngoạn mục của các phát hành chuyên đổi trong thực tế sẽ trở thành ảo tưởng, và các trải nghiệm chung được ghi nhận bời cả nhiều vụ thua lỗ lớn, ít nhất là tạm thời, lẫn các vụ thắng đậm với biên độ tương tự.

Do sự kéo dài khác thường của thị trường lên giá thời kỳ 1950-1968, các phát hành chuyên đổi về tổng thể cho thấy giá trị tốt của chúng trong khoảng 18 năm. Song điều này chỉ có nghĩa là đại đa số các cổ phiếu thường đã tận hưởng sự lên giá lớn mà hầu hết các phát hành chuyên đổi đã cùng được chia sẻ. Tính hợp lý của việc đầu tư vào các phát hành chuyên đổi chỉ có thể được kiểm định bởi diễn biến hoạt động của chúng trong một thị trường chứng khoán đang đi xuống - và điều đó về tổng thể luôn cho thấy là đáng thất vọng[413].

Trong lần xuất bản đầu tiên (vào năm 1949), chúng tôi đã nêu một ví dụ minh họa về vấn đề đặc biệt này là "cần phải làm gì" với một chứng khoán chuyển đổi khi nó đi lên. Chúng tôi tin tưởng là vấn đề này vẫn đáng được đưa vào đây. Cũng giống như một loạt các tham khảo khác của chúng tôi, ví dụ minh họa này dựa trên các hoạt động đầu tư của chính chúng tôi. Chúng tôi là thành viên của một "nhóm chọn lọc", chủ yếu gồm các quỹ đầu tư, tham gia vào việc phát hành nội bộ các phiếu nợ chuyển đổi 4,5% của Eversharp Co. ở mức ngang giá, được chuyên đổi thành cổ phiếu thường ở mức 40 đô la trên một cổ phiếu, cổ phiếu này đã nhanh chóng lên giá thành 65,5 đô la và sau đó (sau lần chia tách 2 thành 3) lên đến mức tương đương 88 đô la. Giá cuối cùng này làm cho các phiếu nợ chuyển đổi có giá trị không dưới 220 đô la. Trong giai đoạn đó, hai chứng khoán phát hành bị thu hồi ở mức trên giá một chút,[Ê] kể từ đây, hầu như tất cả đã được chuyển đổi thành cổ phiếu thường được cầm giữ bởi một số người mua quỹ đầu tư ban đầu các phiếu nợ. Giá bắt đầu đột ngột sụt giảm mạnh, và vào tháng 3 năm 1948, chứng khoán này được bán ở mức thấp tới 7,375 đô la. Giá này thể hiện các phát hành phiếu nợ có giá trị chỉ còn có 27 đô la, tức là mất tới 75% giá ban đầu thay vì một lợi nhuận trên 100%.

Mấu chốt thực sự của câu chuyện này là một số người mua ban đầu đã chuyên đổi trái phiếu của họ thành cổ phiếu và giữ cổ phiếu đó trong suốt thời kỳ giá rớt mạnh. Bằng cách làm như vậy, họ đã đi ngược lại câu châm ngôn lâu đời của Phố Wall là "Đừng bao giờ chuyển đổi một trái phiếu chuyển đổi". Vì sao có lời khuyên này? Bởi vì một khi mà bạn chuyển đổi, bạn đã làm mất đi sự kết hợp chiến lược của người được chi trả lãi trước tiên cộng với cơ hội có được mức lợi nhuận hấp dẫn. Có lẽ bạn đã từ nhà đầu tư biến thành nhà đầu cơ, mà thường là vào thời điểm không thích hợp (do cổ phiếu đã lên giá mạnh rồi). Nếu như câu "Đừng bao giờ chuyên đổi một trái phiếu chuyên đối" là một quy tắc hay, vậy thì vì sao các nhà quản lý quỹ đãy kinh nghiệm đỏ lại chuyên đối trái phiếu Eversharp của họ thành cổ

phiếu, để rồi sau đó chịu thua lỗ một cách đáng thất vọng? Không nghi ngờ gì nữa, câu trả lời là họ đã để mình bị cuốn đi bởi sự hồ hởi về các triển vọng của công ty cũng như bởi "hoạt động thị trường thuận lợi" của các cổ phiếu. Phố Wall cũng có một vài nguyên tắc khôn ngoan; song vẫn đề là ờ chỗ các nguyên tắc này luôn bị quên mất vào chính lúc căn tới chúng nhất[414]. Chính vì thế nên mới có một câu châm ngôn nổi tiếng khác của những người thời xưa: "Hãy làm như tôi nói, chứ không phải như tôi làm".

Quan điềm chung của chúng tôi về các phát hành chứng khoán chuyên đổi mới do vậy là mang tính hoài nghi. Chúng tôi muốn nói ờ đây, cũng như trong các nhận xét tương tự khác, là nhà đầu tư cằn suy nghĩ nhiều hơn hai lần trước khi anh ta mua vào các phát hành chứng khoán chuyển đổi. Sau khi xem xét kỹ lưỡng như vậy, anh ta có thể thấy là một số chào bán đặc biệt là quá hấp dẫn để có thể từ chối. Tất nhiên, sự kết hợp lý tưởng sẽ là một chứng khoán chuyển đổi có độ an toàn cao có thể chuyên đổi được thành một cổ phiếu thường mà tự cổ phiếu đã là hấp dẫn, và ở mức giá chỉ hơi cao hơn so với giá thị trường. Thỉnh thoảng có một đợt chào bán xuất hiện thỏa mãn các yêu cầu này. Tuy nhiên, xét theo bản chất của thị trường chứng khoán, có nhiều khả năng là bạn sẽ tìm thấy cơ hội như vậy từ một phát hành cũ đã tiến lên một vị thế thuận lợi chứ không phải từ một phát hành mới (nếu một phát hành mới thực sự là mạnh thì chắc có lẽ nó đã không có đặc quyền chuyển đổi tốt).

Sự cân bằng hợp lý giữa cái được cho và cái bị giữ lại trong một phát hành chứng khoán chuyển đổi thuộc dạng tiêu chuẩn được minh họa rất rõ qua việc sử dụng một cách rộng rãi loại chứng khoán này để huy động vốn cho công ty American Telephone & Telegraph. Trong khoảng thời gian từ năm 1913 đến năm 1957, công ty này đã bán ra ít nhất là chín phát hành riêng rẽ trái phiếu chuyển đổi, hầu hết là các quyền đăng ký mua cổ phiếu (subscription right)[415] cho các cổ đông. Các trái phiếu chuyển đổi có một ưu thế quan trọng đối với công ty trong việc tạo ra một lớp người mua rộng lớn hơn nhiều so với trường hợp chào bán chứng khoán, vì các trái phiếu được nhiều tổ chức tài chính sở hữu những nguồn lực khổng lồ, nhưng một số tổ chức trong số đó không được phép mua chứng khoán, ưa thích hơn. Mức sinh lợi từ lãi suất của các trái phiếu nói chung là dưới một nửa tỷ suất cổ tức tương ứng của các cổ phiếu - một nhân tố được tính toán nhằm bù trừ quyền lợi được ưu tiên chi trả của những người giữ trái phiếu. Do công ty duy trì được mức cổ tức 9 đô la của mình trong vòng 40 năm (từ năm 1919 cho đến khi chia tách chứng khoán năm 1959) nên diễn ra sự chuyên đổi dăn dăn hầu như toàn bộ các trái phiếu phát hành có thê’ chuyên đối thành cổ phiếu thường. Như vậy, những người mua các trái phiếu chuyên đổi đó đã có được kết quả tốt trong nhiều năm - song cũng không hẳn tốt bằng trường hợp họ mua cổ phần vốn ngay từ đầu. Ví dụ này đã xác nhận tính vững chắc của American Telephone & Telegraph, chứ không phải tính hấp dẫn nội tại của các trái phiếu chuyên đổi. Để chứng tỏ được là các trái phiếu chuyên đổi là vững chắc trong thực tế, chúng tôi sẽ căn phải có một số ví dụ trong đó trái phiếu chuyên đổi cho kết quả tốt ngay cả khi cổ phiếu thường thế hiện một cách đáng thất vọng. Các vi dụ như vậy không phải là dễ tìm thầy[416].

Tác động của các phát hành chứng khoán chuyển đổi đối với tình trạng của cổ phiếu thường Trong một số lớn trường hợp, các trái phiếu chuyên đổi được phát hành có liên quan đẽn việc sáp nhập hoặc các tiếp quản công ty mới. Có lẽ vi dụ nổi bật nhất của hoạt động tài chính này là sự phát hành bời công ty NVF Corp. khoảng gần 100 triệu đô la các trái phiếu chuyên đổi 5% của nó (cộng với các chứng chỉ đặc quyền đăng ký mua cổ phiếu) để đổi lấy hầu hết các cổ phiếu thường của Sharon Steel Co. Vụ giao dịch khác thưởng này được phân tích dưới đây tại trang 480-484. Thông thường, giao dịch này sẽ tạo ra một mức tăng dự toán theo lệ (pro forma) đối với lợi tức được báo cáo trên một cổ phần của cổ phiếu thường; các cổ phiếu sẽ tăng giá để đáp lại lợi tức lớn hơn của chúng, gọi là như thế, song đó cũng còn là do ban quản trị đã cho thấy bằng chứng về sự năng động, táo bạo và năng lực của họ làm ra được nhiều tiền hơn cho các cổ đông[417]. Song ở đây có hai nhân tố bù trừ, một nhân tố thì hầu như bị bỏ qua còn nhân tố kia thì hoàn toàn bị phớt lờ tại các thị trường lạc quan. Nhân tố thứ nhất là sự pha loãng thực sự lợi tức hiện tại và tương lai của cổ phiếu thường được mang lại một cách số học từ các quyền chuyên đổi mới. Sự pha loãng này có thể lượng hóa được bằng cách lấy lợi tức găn đây, hoặc giả định một vài con số khác, và tính lợi tức điều chỉnh trên một cổ phần nẽu như tất cã các cổ phiếu hoặc trái phiếu chuyên đổi được chuyên đổi thực sự. ở phân lớn các công ty, mức giâm được tạo ra trong các con số trên một cổ phiếu là không đáng kể. Song có rất nhiều ngoại lệ đối với khẳng định này, và có một mối nguy hiểm là chúng đang tăng lên với một tốc độ không lấy gì làm dễ chịu. Các "tổ hợp công ty" (conglomerate) bành trướng nhanh chóng là những kẻ thực hiện chủ yếu trò lừa phỉnh chuyên đổi này. Trong bâng 16-3, chúng tôi liệt kê bây công ty có số lượng lớn các cổ phiếu được phát hành với quyền chuyên đổi hoặc kèm các chứng chỉ đặc quyền chuyển đổi[418].

Sự hoán đối từ cố phiếu thường sang cổ phiếu ưu đãi Trong nhiều thập kỷ, trước năm 1956, các cổ phiếu thường đã có mức hoa lợi lớn hơn so với cổ phiếu ưu đãi của cùng công ty; điều này đặc biệt đúng nẽu như cổ phiếu ưu đãi có đặc quyền chuyên đối sát với thị trường. Còn hiện nay thì nói chung điều ngược lại mới là đúng. Kẽt quả là có một số lượng đáng kể các cổ phiếu ưu đãi chuyên đổi rõ ràng là hấp dẫn hơn so với các cổ phiếu thường có liên quan. Những người sờ hữu các cổ phiếu thường đó không có gì để mất và có các lợi thế quan trọng để được lợi bằng cách hoán chuyên từ các cổ phiếu hạng dưới của họ sang các cổ phiếu hạng trên.

vi DỤ: Một vi dụ điển hình là Studebaker-Worthington Corp. vào cuối năm 1970. cổ phiếu thường của công ty này được bán ở mức 57 đô la, trong khi cổ phiếu chuyên đổi ưu đãi mệnh giá 5 đô la thì rốt cuộc ở mức 87,5 đô la. Mỗi một cổ phiếu ưu đãi có thể đối lấy 1,5 cổ phiếu thường, vậy nó đáng giá 85,5 đô la. Điều này cho thấy một sự chênh lệch nhỏ về tiền so với người mua cổ phiếu ưu đãi. Song cổ tức được chi trả đối với cổ phiếu thường ở mức 1,20 đô la một năm (tức là 1,80 đô la cho 1,5 cổ phiếu), so với 5 đô la kiếm được đối với một cổ phiếu ưu đãi. Như vậy, sự chênh lệch bất lợi ban đầu về giá có lẽ sẽ được đ'ên bù trong vòng chưa đầy một năm, sau đó cổ phiếu ưu đãi có lẽ sẽ cho mức sinh lời cao hơn một cách đáng kê’ so với cổ phiếu thường trong một quãng thời gian nhất định trong tương lai. Song tất

nhiên điều quan trọng nhất có lẽ là vị thế hạng trên mà cổ đông giữ cổ phiếu thường sẽ giành được từ sự hoán đổi. ở các mức giá thấp của năm 1968 và sau đó lại một lần nữa vào năm 1970, cổ phiếu ưu đãi được bán ở mức cao hơn 15 điểm so với 1,5 cổ phiếu thường. Đặc quyền chuyên đổi của nó đâm bảo rằng nó không bao giờ có thể được bán ờ mức thấp hơn so với gói cổ phiếu thường[419].

BẢNG 16-3: Các công ty có số lượng lớn các phát hành cổ phiếu chuyển đổi và chứng chỉ quyên mua vào cuối năm 1969 (đơn vị nghìn cổ phiếu)

	Số cổ phiếu thường đang lưu hành	Cổ phiếu thường bổ sung được phát hành			
		với quyền chuyển đổi thành		kèm chứng chỉ quyền mua	Tổng số cổ phiếu thường bổ sung
		trái phiếu	cổ phiếu ưu đãi		
Avco Corp.	11.470	1.750	10.436	3.085	15.271
Gulf & Western Inc.	14.964	9.671	5.632	6.951	22.260
International Tel. & Tel.	67.393	190	48.115		48.305
Ling-Temco-Vought	4.410a	1.180	685	7.564	9.429
National General	4.910	4.530		12.170	16.700
Northwest Industries b	7.433		11.467	1.513	12.980
Rapid American	3.591	426	1.503	8.000	9.929

a Bao gòm cả "cổ phiếu đặc biệt", b Vào cuối năm 1970.

Chứng chỉ quyên mua cổ phiếu Hãy cho phép chúng tôi nói toạc ra ngay từ đầu. Chúng tôi coi sự phát triển mới đây của các chứng chỉ quyền mua cổ phiếu gần như là một sự lừa đảo, một mối đe dọa hiện hữu và một thảm họa tiềm tàng. Chúng tạo ra những "giá trị" tiền gộp khổng lồ từ chỗ không có gì. Chúng không có lý do gì đề tồn tại, ngoại trừ một điều là chúng làm lạc lối các nhà đầu cơ và đầu tư. Chúng phải bị pháp luật cấm, hoặc ít nhất là cũng bị giới hạn một cách nghiêm ngặt vào một phạm vi nhỏ trong tổng vốn huy động của một công ty[420].

Để có được một sự tương tự trong lịch sử và trong văn học, chúng tồi đê nghị bạn đọc hãy xem phần về Faust (phần 2), trong đó Goethe mô tả sự sáng chế ra tiền giấy. Như một tiền lệ đáng lo ngại trong lịch sử Phố Wall, chúng tôi có thể nêu các chứng chỉ quyền mua của

American & Foreign Power Co., công ty này vào năm 1929 có giá trị thị trường được định giá trên 1 tỷ đô la, mặc dù con số này chỉ xuất hiện trong chú giải cho bảng cân đối của công ty. Đến năm 1932, 1 tỷ đô la này co lại còn có 8 triệu đô la, và vào năm 1952, các chứng chỉ quyền mua đã bị quét sạch trong sự tái vốn hóa của công ty - mặc dù công ty vẫn còn có khả năng thanh toán.

Ban đâu, các chứng chỉ quyền mua bán cổ phiếu thỉnh thoảng được gắn với các phát hành trái phiếu, và thường tương đương với một đặc quyền chuyển đổi bộ phận. Chúng không đáng kể về số lượng, và do đó không gây hại gì. Việc sử dụng chúng được mở rộng vào cuối những năm 1920, cùng với nhiều sự lạm dụng tài chính khác, song chúng đã tuột khỏi tầm nhìn trong nhiều năm kể từ đó trở đi. Chúng chắc hẳn là sẽ quay trở lại, giống như những đồng xu tồi tệ, và kể từ năm 1967 chúng lại trở thành "các công cụ tài chính" quen thuộc. Thực vậy, một quy trình tiêu chuẩn đã được xây dựng đối với việc huy động vốn cho các kinh doanh mạo hiểm mới về bất động sản, các chi nhánh của các ngân hàng lớn, bằng cách bán ra các đơn vị có số lượng bằng số cổ phiếu thường và chứng chỉ quyền mua để mua cổ phiếu thường bổ sung tại cùng một mức giá. Ví dụ: năm 1971, công ty CleveTrust Realty Investors đã bán 2,5 triệu tổ hợp như vậy của các cổ phiếu thường (tức là "các cổ phần có lãi thụ hưởng") và các chứng chỉ quyền mua, với giá 20 đô la một đơn vị.

Hãy cho phép chúng tôi xem xét một chút cái gì thực sự nằm sau sự sắp đặt tài chính này. Thông thường, một phát hành cổ phiếu thường có quyền trước hết được mua các cổ phiếu thường bổ sung khi các giám đốc của công ty thấy muốn huy động vốn theo phương cách này. Cái gọi là "quyền ưu tiên mua trước" ("preemptive right") này là một trong những thành phần giá trị tham gia vào sự sở hữu một cổ phiếu thường - cùng với quyền được nhận cổ tức, quyền tham gia vào sự tăng trưởng của công ty, và quyền bỏ phiếu bầu các giám đốc. Khi các chứng chỉ quyền mua riêng rẽ được phát hành đối với quyền được đăng ký góp vốn bổ sung, hành động này đã lấy đi một phần của giá trị nội tại đã có trong một cổ phiếu thưởng và chuyên nó thành một chứng chỉ riêng. Một việc tương tự cũng có thể được thực hiện bằng cách phát hành các chứng chỉ riêng rê đối với quyền nhận cổ tức (cho một giai đoạn có giới hạn hoặc không giới hạn), hoặc quyền được chia sẻ số tiền thu được do bán hoặc phát mại doanh nghiệp, hoặc quyền biểu quyết các cổ phần. Vậy tại sao khi đó các chứng chì quyền đăng ký mua này lại được tạo ra như một phần của cơ cấu vốn ban đầu? Đơn giản là bời vì mọi người không thông thạo các vẫn đẽ tài chính. Họ không nhận ra rằng cổ phiếu thường sẽ có giá trị ít hơn khi có các chứng chi quyền mua hiện đang lưu hành so với khi không có chứng chỉ. Do vậy, một gói gồm cổ phiếu và chứng chỉ quyền mua thường tạo ra một giá tốt hơn trên thị trường so với khi chỉ có một mình cổ phiếu. Hãy lưu ý là trong các báo cáo thông thường của công ty, lợi tức trên một cổ phiếu được (hay đã được) tính toán mà không tính đến tác động của các chứng chỉ hiện đang lưu hành. Kẽt quả tất nhiên sẽ là sự phóng đại tỷ lệ thực giữa lợi tức và giá trị thị trường của lượng vốn hóa của công ty[421].

Phương pháp đơn giản nhất và có lẽ là tốt nhất để tính đẽn sự tồn tại của các chứng chỉ quyền mua là bổ sung giá trị thị trường tương đương của chúng vào sự vốn hóa bằng cổ

phiếu thường, và do vậy làm tăng thêm giá thị trường thực sự trên mỗi cổ phiếu. Khi một số lượng lớn các chứng chỉ quyền mua được phát hành gắn với việc bán ra các chứng khoán hạng trên, điều thường được làm là thực hiện điều chỉnh bằng cách giả định rằng số tiền đề chi trả cổ phiếu được sử dụng để rút về các trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi có liên quan. Phương pháp này không tính một cách thỏa đáng đến "giá trị trên giá" của một chứng chỉ quyền mua ở trên mức giá trị có thể thực hiện. Trong bảng 16-4, chúng tôi so sánh ảnh hưởng của hai phương pháp tính này trong trường hợp của công ty National General Corp. trong năm 1970.

Liệu rằng chính công ty có kiếm được một lợi thế nào từ việc tạo ra các chứng chỉ quyền mua đó, theo cái nghĩa là các chứng chỉ quyền mua đảm bảo cho công ty bằng một cách nào đó có thể nhận được vốn bổ sung mỗi khi cần? Tuyệt nhiên không. Thông thường, không có một cách nào đề công ty có thể yêu cầu người cầm giữ chứng chỉ quyền mua phải thực hiện quyền của họ, bằng cách đó cung cấp vốn mới cho công ty trước khi các chứng chỉ quyền mua hết hạn. Trong khi đó, nếu công ty muốn huy động vốn cổ phiếu thường bổ sung thì công ty phải cung ứng các cổ phiếu cho các cổ đông của mình theo cách thông thường - có nghĩa là ờ mức nào đó dưới giá thị trường đang thịnh hành. Các chứng chỉ quyền mua không giúp được gì trong hoạt động đó; chúng chỉ làm cho tình hình phức tạp hơn bằng cách thường xuyên yêu cầu xem xét hạ xuống giá đăng ký của chúng. Một lần nữa, chúng tôi quả quyết là việc phát hành rất nhiều chứng chỉ quyền mua chẳng phục vụ cho mục đích nào cả, ngoài việc tạo ra các giá trị thị trường ảo.

BẢNG 16-4: Tinh toán "giá thị trường thực" và tỷ số giá/lợi tức đã điêu chỉnh của một cố phiếu thường với một số lượng lớn chứng chí quyên mua đang lưu hành

(Ví dụ: National General Corp., trong tháng 6/1971)			
1. Tính toán "giá thị trường thực".			
Giá trị thị trường của 3 phát hành chứng chỉ quyền mua, 30/6/1971			94.000.000 đô la
Giá trị chứng chỉ đặc quyền trên một cổ phần loại cổ phiếu thường			18,80 đô la
Giá của riêng cổ phiếu thường			24,50
Giá hiệu chỉnh của cổ phiếu thường, đã được điều chỉnh vì chứng chỉ quyền mua			43,30
2. Tính toán tỷ số P/E có tính đến sự pha loãng bởi chứng chỉ quyền mua (lợi tức năm 1970)			
	Trước khi bị pha loãng bởi chứng chỉ quyền mua	Sau khi bị pha loãng bởi chứng chỉ quyền mua	
		Tính toán của công ty	Tính toán của chúng tôi
A. Trước khi trừ các khoản đặc biệt			
Lợi tức trên một cổ phần	2,33 đô la	1,60 đô la	2,33 đô la
Giá cổ phiếu thường	24,50	24,50	43,30 (đã điều chỉnh)
Tỷ số P/E	10,5 X	15,3 X	18,5 X
B. Sau khi trừ các khoản đặc biệt.			
Lợi tức trên một cổ phần	0,90 đô la	1,33 đô la	0,90 đô la
Giá cổ phiếu thường	24,50	24,50	43,30 (đã điều chỉnh)
Tỷ số P/E	27,2 X	18,4 X	48,1 X

Lưu ý là sau khi trừ các chi phi đặc biệt, tác động trong tính toán của công ty là làm tăng lợi tức trên một cổ phần và làm giảm tỷ số P/E. Điều này là phi lý rõ ràng. Theo phương pháp mà chúng tôi đề xuất thi tác động của sự pha loãng là làm tăng đáng kế tỷ sô P/E, đúng như lẽ ra phải như vậy.

Đong tiền giấy mà Goethe đã quen dùng, vào lúc ông viết tác phầm Faust của mình, là đồng a-xi-nha (assignat) Pháp khét tiếng đã từng được chào đón như một phát kiến kỳ diệu và kết cục là sẽ mất toàn bộ giá trị của nó - cũng giống như là hàng tỷ đô la trị giá của các chứng chỉ quyền mua của công ty American & Foreign Power[422]. Một số nhận định của nhà thơ có thể được áp dụng như nhau đối với cả hai phát kiến đó - chẳng hạn như trong đoạn sau đây:

FAUST: Trí tưởng tượng ngay cả khi bay bổng nhất Cố gắng hết sức, song cũng không thể hiểu nổi.

MEPHISTOPHELES (nhà sáng chế): Nếu ai đó cần tiền thì các nhà môi giới đã sẵn sàng đứng cạnh.

ANH HÊ: Tờ giấy kỳ diệu...!

Đoạn tái bút có tính thực dụng Tội lỗi của chứng chỉ quyền mua là ờ chỗ nó "đã được sinh ra"[423]. Một khi đã sinh ra, chúng vận hành như các dạng chứng khoán khác, và tạo ra cả các cơ hội về lợi nhuận lẫn thua lỗ. Hầu như tất cả các chứng chỉ quyền mua mới hơn đều có một khoảng thời gian giới hạn - thường là từ 5 đến 10 năm. Các chứng chỉ quyền mua cũ hơn thì thường là vô thời hạn, và chúng thường là có lịch sử về giá rất quyến rũ trong nhiều năm.

VÍ DỤ: Sổ sách ghi chép cho thấy là các chứng chỉ quyền mua của công ty Tri-Continental Corp. đã xuất hiện từ năm 1929, được bán ở mức giá rất thấp là 1/ 32 đô la mỗi cái vào thời điểm đáy của cuộc suy thoái. Từ trạng thái thấp đó, giá của các chứng chỉ đặc quyền đã tăng lên mức cao ngất là 75,75 đô la vào năm 1969, một sự tăng giá phi thường khoảng 242.000% (các chứng chì quyền mua khi đó được bán ở mức cao hơn nhiều so với chính các cổ phiếu; đây là một kiểu sự việc đã xảy ra tại Phố Wall thông qua các phát triển kỹ thuật, kiểu như chia tách chứng khoán). Một vi dụ găn đây được cung cấp bởi các chứng chỉ quyền mua của Ling-Temco-Vought. Các chứng chỉ này tăng giá trong nửa đầu năm 1971 từ 2,5 đô la lên 12,5 đô la - và rồi sau đó lại rơi tụt xuống 4 đô la.

Không nghi ngờ gì, các hoạt động khôn ngoan thinh thoảng có thể được tiến hành đối với các chứng chỉ quyền mua, song đây là vẫn đẽ quá ư kỹ thuật để phân tích ở đây. Chúng tôi có thể nói rằng các chứng chì quyền mua thường được bán với giá tương đối cao hơn so với các thành phần thị trường tương ứng có liên quan đẽn đặc quyền chuyên đối của các trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi. Xét trong phạm vi đó, có một lập luận vững chãi về việc bán các trái phiếu có kèm theo chứng chỉ quyền mua thay vì việc tạo ra một nhân tố làm loãng tương đương bằng một phát hành chứng khoán chuyển đổi. Nếu như tổng số chứng chỉ quyền mua là tương đối nhỏ thì không cần thiết phải xem xét khía cạnh lý thuyết của nó một cách quá nghiêm túc; nếu như phát hành chứng chỉ quyền mua là khá lớn so với chứng khoán đang lưu hành thì có lẽ điều đó sẽ cho thấy là công ty hiện đang có sự huy động vốn hạng trên một cách mất cân đối. Thay vào đó, công ty cằn phải bán cổ phiếu thường bổ sung. Như vậy, mục tiêu chính cuộc tấn công của chúng tôi vào các chứng chỉ quyền mua như một kỹ xảo tài chính không phải là để lên án việc sử dụng chúng gắn với các phát hành trái phiếu có quy mô vừa phải, mà để tranh luận chống lại việc tạo ra một cách bừa bãi các vật quái dị "tiền giấy" thuộc loại này.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 16 Ngươi gieo cái gì, cái ấy phải chết mới được sống.

- Thư 1 gửi tín hữu Côrintô, XV: 36 (Kinh Thánh).

Sự SỐT SẮNG CHUYÊN ĐỔI Mặc dù các trái phiếu chuyên đối được gọi là "trái phiếu", song chúng lại có động thái giống như cổ phiếu, hoạt động giống như các hợp đong quyền chọn, và được che phủ trong sự mù mịt.

Nễu như bạn sờ hữu một trái phiếu chuyên đối, bạn cũng nắm giữ một quyền chọn: bạn có thể hoặc là giữ trái phiếu đó và tiếp tục kiếm lãi từ nó, hoặc đổi nó lấy một cổ phiếu thường của công ty phát hành theo một tỷ lệ đã định trước (một quyền chọn sẽ cho người sờ hữu nó quyền được mua hoặc bán một chứng khoán khác tại mức giá đã cho trong một khoảng thời gian cụ thể nào đó). Do có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu, trái phiếu chuyển đổi có mức lãi suất thấp hơn so với hầu hết các trái phiếu tương tự khác. Mặt khác, nếu giá cổ phiếu của công ty tăng vút lên, trái phiếu chuyển đổi có thể đổi thành cổ phiếu đó sẽ cho kết quả tốt hơn nhiều so với một trái phiếu thông thường (ngược lại, một trái phiếu chuyển đổi tiêu biểu - với mức lãi suất thấp hơn của nó - sẽ cho kết quả tệ hơn trong một thị trường trái phiếu đang sụt giá)[424].

Từ năm 1957 đến năm 2002, theo công bố của Ibbotson Associates, các trái phiếu chuyển đổi đạt được mức sinh lợi trung bình năm là 8,3% - chỉ thấp hơn tỷ suất lợi nhuận tổng cộng đối với cổ phiếu là 2 điểm phần trăm, song với mức giá ổn định hơn và thua lỗ ít hơn[425]. Lợi nhuận cao hơn, rủi ro thấp hơn so với cổ phiếu: không có gì đáng ngạc nhiên khi những người bán hàng của Phố Wall thường mô tả các trái phiếu chuyên đổi như là một đầu tư "tốt nhất cho cã hai phía". Song nhà đầu tư thông minh sẽ nhanh chóng nhận ra là các trái phiếu chuyên đối cho lợi nhuận thấp hơn và rủi ro cao hơn so với hău hết các trái phiếu khác. Do đó, các trái phiếu chuyên đối, theo cùng một lập luận và với cùng một sự công bằng, có thể được gọi là một đầu tư "tôi tệ nhất của cả hai phía". Bạn bị tụt xuống ờ bên nào là phụ thuộc việc bạn sử dụng chúng như thể nào.

Thực vậy, các trái phiếu chuyển đổi hành động giống như cổ phiếu hơn là trái phiếu. Tỷ suất lợi nhuận đối với trái phiếu chuyên đổi là khoảng 83% tương quan với chí số chứng khoán của Standard & Poor's 500 - song chỉ ờ mức khoảng 30% tương quan với kết quả thực hiện của các trái phiếu kho bạc. Như vậy là "trái phiếu chuyên đối" thì uốn trong khi hău hết các trái phiếu khác thì éo. Đối với các nhà đầu tư thận trọng mà hầu như toàn bộ các tài sản của họ ờ dưới dạng trái phiếu, việc bổ sung thêm một gói đa dạng các trái phiếu chuyên đổi là một cách hợp lý để tìm kiếm lợi nhuận ở dạng cổ phiếu mà không cần phải thực hiện một bước đi đáng sợ là đầu tư trực tiếp vào cổ phiếu. Bạn có thê’ gọi các trái phiếu chuyên đối là các "cổ phiếu cho những kẻ nhát gan".

Như chuyên gia về các trái phiếu chuyên đối F. Barry Nelson từ Advent Capital Management đã chỉ ra, cái thị trường cữ khoảng 200 tỷ đô la này đã nờ rộ kể từ thời Graham. Hẳu hẽt các trái phiếu chuyên đổi hiện nay là trung hạn, trong khoảng thời gian từ 7 đễn 10

năm; khoảng một nửa trong số đó là loại có cấp đầu tư; và nhiều trái phiếu phát hành hiện nay có bảo hộ chống thu hồi ờ mức độ nào đó (tức là đãm bâo không bị thu hồi sớm). Tất cả các nhân tố đó làm cho các trái phiếu chuyên đổi trở nên ít rủi ro hơn so với trước kia[426].

Sẽ là tốn kém khi phải giao dịch các lô nhỏ trái phiếu chuyên đổi, và đa dạng hóa sẽ là không thực tẽ trừ phi bạn có số tiền lớn hơn hẳn 100 nghìn đô la để đầu tư chỉ vào khu vực này không thôi. May thay, nhà đầu tư thông minh ngày nay có thể nhờ cậy một cách thuận lợi vào việc mua một quỹ trái phiếu chuyển đổi chi phí thấp. Fidelity & Vanguard mời chào bạn các quỹ tương hỗ với chi phí hằng năm ở mức dễ chịu dưới 1%, trong khi một loạt các quỹ đóng khác cũng sẵn sàng với mức chi phí phải chăng (và đôi khi còn giảm giá thấp hơn giá trị tài sản ròng)[427].

ở Phố Wall, sự láu lỉnh và sự phức tạp luôn đi đôi với nhau, và các trái phiếu chuyên đổi cũng không phải là ngoại lệ. Trong số các loại mới đây, có mớ hỗn tạp các chứng khoán với các biệt hiệu viết tắt kiểu như LYONS, ELKS, EYES, PERCS, MIPS, CHIPS, và YEELDS. Các chứng khoán hỗn độn đó tạo thành một ngưỡng "sàn" dưới cho những thua lỗ tiềm năng của bạn, nhưng cũng chặn trên những lời lai tiềm năng của bạn và thường ép bạn phải chuyển thành cổ phiếu thường với thời hạn cố định. Giống như hầu hết các đầu tư được nhằm để đảm bảo không bị thua lỗ (xem phần đóng khung dưới đây), các chứng khoán đó thường gây ra rắc rối hơn là tạo ra giá trị. Bạn có thể tự bảo vệ mình một cách tốt nhất để không bị thua lỗ, không phải bằng cách mua một trong các ngón ngoắt ngoéo đó, mà bằng cách đa dạng hóa một cách thông minh toàn bộ danh mục đầu tư của bạn bằng tiền mặt, trái phiếu, và cổ phiếu của Mỹ và của nước ngoài.

VẠCH RA NHỮNG QUYÊN MUA có BẢO ĐẢM HÀNG TRONG TAY Trong khi thị trường giá xuống lò dò đi qua năm 2003, nó đã bới lại một thói ngông cuồng cũ: bán các quyền mua có bảo đảm hàng trong tay (writing coverved call option) (một tìm kiếm mới đây trên Google về "coverved call writing", tức "bán các quyền mua có hàng trong tay" cho ra hơn 2.600 kết quả). Các quyền mua có hàng trong tay là gì và chúng hoạt động như thế nào? Hãy hình dung là bạn mua 100 cổ phiếu của công ty Ixnay. với giá 95 đô la mỗi cổ phiếu. Sau đó bạn bán (tức là "write") một quyền mua đối với các cổ phiếu của bạn. Đổi lại, bạn nhận được một khoản tiền, được gọi là "call premium", tức "tiền trả cho quyền mua" (hãy giả định là 10 đô la trên một cổ phiếu). Khi đó, người mua quyền mua sẽ có quyền chiểu theo hợp đồng được mua các cổ phiếu Ixnay của bạn ở mức giá hai bên đã cùng nhau thỏa thuận, chẳng hạn là 100 đô la. Bạn cứ việc giữ cổ phiếu đó chừng nào giá của nó vẫn dưới 100 đô la và bạn sẽ kiếm được một khoản béo bở là 1.000 đô la lợi nhuận từ tiền trả cho quyền mua, nó được dùng làm tấm đệm đỡ trong trường hợp cổ phiếu của Ixnay sụp đổ.

Rủi ro ít hơn, lợi nhuận cao hơn. Vậy tại sao lại không muốn?

Được rồi, bây giờ hãy hình dung là giá cổ phiếu của Ixnay sau một đêm nhảy lên 110 đô la. Khi đó người mua quyền mua của bạn sẽ thực hiện quyền của mình: tha đi các cổ phiếu của bạn với giá 100 đô la một cổ phiếu. Bạn vẫn kiếm được 1000 đô la lợi nhuận, song anh ta sẽ

có được Ixnay của bạn, và nó càng lên giá bao nhiêu thì bạn càng mắng mình mạnh hơn bấy nhiêu(1).

Do lời lãi tiềm năng của cổ phiếu là không giới hạn, trong khi thua lỗ không thể vượt quá 100%, người duy nhất được bạn làm giàu cho bằng các chiến lược này là nhà môi giới của bạn. Bạn đã tạo ra được một ngưỡng sàn cho thua lỗ của mình, song bạn cũng ngáng một cái trần đối với lợi nhuận của mình. Đối với các nhà đầu tư cá nhân, việc bù đắp cho phía xuống không bao giờ đáng để bạn phải từ bồ hău hết phía lên của mình.

1 Có một cách khác là bạn có thế mua lại quyên mua, song bạn sẽ phải chịu thiệt đối với nó, và quyền mua có thề có chi phi giao dịch cao hơn cổ phiếu

CHƯƠNG 17 Bôn bệnh án cực kỳ bổ ích Từ "cực kỳ" ở tiêu đê trên đây là một dạng chơi chữ, bởi các bệnh án đó cho thấy các thái cực thuộc các dạng rất khác nhau đã diễn ra tại Phố Wall trong những năm gần đây. Chúng cho bài học và những lời cảnh báo nghiêm khắc đối với bất cứ ai có mối quan hệ nghiêm túc với thế giới của các cổ phiếu và trái phiếu - không chỉ cho các nhà đầu tư và đầu cơ bình thường, mà còn cho cả những người chuyên nghiệp, nhà phân tích chứng khoán, nhà quản lý quỹ, nhà quản trị tài khoản ủy thác, và thậm chí cả các chủ ngân hàng cho các công ty vay tiền. Có bốn công ty sẽ được xem xét và những thái cực khác nhau mà các công ty đó minh họa là:

Penn Central Co. (đường sắt). Một ví dụ cực đoan về việc bỏ qua các tín hiệu cảnh báo sơ đẳng nhất về sự yếu kém tài chính, bởi tất cả những người nắm giữ trái phiếu hoặc cổ phiếu của hệ thống này dưới sự giám sát của họ. Một mức giá thị trường cao một cách điên rồ đối với chứng khoán của một công ty khổng lồ đang lung lay.

Ling-Temco-Vought Inc. Một ví dụ cực đoan về việc "xây dựng đế chế" một cách nhanh chóng và không bên vững, mà sự sụp đổ cuối cùng hầu như đã được đảm bảo chắc chắn, song lại được giúp đỡ bởi sự cho vay tiền không phân biệt của hai ngân hàng.

NVF Corp. Một ví dụ cực đoan về tiếp quản công ty, trong đó một công ty nhỏ đã hấp thụ một công ty khác lớn gấp bảy lần nó về quy mô, do vậy đã phải chịu những khoản nợ khổng lồ và phải sử dụng một số mưu mẹo kế toán gây sửng sốt.

AAA Enterprises. Một ví dụ cực đoan về sự huy động vốn bằng chứng khoán phát hành ra công chúng của một công ty nhỏ. Giá trị của công ty này chỉ dựa trên cụm từ thần diệu "nhượng quyền thương mại" và không có gì khác ngoài điều đó̦ được tài trợ bởi các công ty buôn bán chứng khoán lớn. Phá sản đã xảy ra trong vòng hai năm kể từ khi bán ra chứng khoán và sự tăng gấp đôi của mức giá đã được thổi phồng ngay từ đầu tại một thị trường chứng khoán bất cần.

Trường hợp của Penn Central Đây là công ty đường sắt lớn nhất nước xét về tài sản và doanh số tổng cộng. Sự phá sản của công ty này năm 1970 đã làm chấn động cả thế giới tài chính. Công ty đã không chi trả đúng hạn hầu hết các trái phiếu phát hành của mình, và có nguy cơ phải từ bỏ hầu như toàn bộ các hoạt động của mình. Giá các chứng khoán của công ty đã sụt thê thảm; cổ phiếu thường đã suy sụp từ mức cao 86,5 đô la chỉ mới năm 1968 xuống chỉ còn 5,5 đô la vào năm 1970 (dường như chẳng còn mấy nghi ngờ là các cổ phiếu này sẽ bị quét sạch trong một cuộc tái tổ chức)[428].

Quan điểm cơ bản của chúng tôi là việc áp dụng các quy tắc phân tích chứng khoán đơn giản nhất và các tiêu chí đầu tư hợp lý đơn giản nhất cũng có thể cho thấy sự yếu kém nen tảng của hệ thống Penn Central từ lâu trước khi nó phá sản - chắc hẳn là trong năm 1968, khi các cổ phiếu được bán ở mức giá cao kỷ lục của chúng như vào thời kỳ sau năm 1929, và khi mà hầu hết các phát hành trái phiếu của công ty đều có thể được giao dịch ở mức giá ngang với

các trái phiếu nợ có độ an toàn cao của các công ty tiện ích công cộng với cùng một tỷ suất lợi tức. Các nhận xét sau đây sắp xếp theo thứ tự về tầm quan trọng:

1. Trong cuốn Hướng dẫn trái phiếu của s & p, chi phí lãi của hệ thống đó được lợi nhuận bù đắp ở mức 1,91 lần trong năm 1967 và 1,98 lần trong năm 1968. Mức bù đắp tối thiểu được đề xuất đối với các trái phiếu của ngành đường sắt trong giáo trình Phân tích chứng khoán của chúng tôi là 5 lần trước thuế thu nhập và 2,9 lần sau thuế thu nhập ở mức tỷ suất thông thường. Với những gì chúng ta đã biết, tính xác thực của các tiêu chí này chưa he bao giờ bị đặt dấu hỏi bởi bất kỳ chuyên gia đầu tư nào. Dựa trên cơ sở các yêu cầu đối với lợi tức sau thuế của chúng tôi, Penn Central không đạt được yêu cầu về an toàn. Song yêu cầu lợi tức sau thuế của chúng tôi lại dựa trên tỷ lệ trước thuế là năm lần, với thuế thu nhập thường xuyên bị khấu trừ sau lai của trái phiếu. Trong trường hợp của Penn Central, công ty này đã không đóng thuế thu nhập gì đáng kể trong suốt 11 năm đã qua! Do vậy, lợi nhuận bù đắp các chi phí lai trước thuế của công ty là nhỏ hơn hai lần - một con số hoàn toàn không thỏa đáng so với yêu cầu thận trọng của chúng tôi là năm lần.

2. Việc công ty đã không đóng thuế thu nhập trong một giai đoạn dài như vậy sẽ phải làm dấy lên những câu hỏi nghiêm túc về tính xác thực của lợi nhuận được báo cáo của công ty.

3. Các trái phiếu của hệ thống Penn Central lẽ ra có thể được chuyển đổi vào năm 1968 và năm 1969, mà không phải hy sinh gì về giá hoặc lợi nhuận, thành các phát hành chứng khoán được bảo đảm tốt hơn rất nhiều. Chẳng hạn, trong năm 1969, trái phiếu Pennsylvania RR 4,5 (một bộ phận của Penn Central) đến kỳ hạn vào năm 1994, có giá từ 61 đô la đến 74,5 đô la, trong khi trái phiếu Pennsylvania Electric Co. 4,375, đáo hạn vào năm 1994, có giá từ 64,25 đô la đến 72,25 đô la. Công ty tiện ích công cộng đã có mức lợi nhuận trước thuế gấp chi phí lãi 4,2 lần trong năm 1968 so với chỉ có 1,98 lần của hệ thống Penn Central. Trong năm 1969, các chỉ số so sánh của Penn Central còn tiếp tục trở nên tồi tệ hơn. Việc chuyển đổi kiểu như thế này rõ ràng là được cần đến, và đó có lẽ sẽ là cái phao cứu hộ cho những người nắm giữ trái phiếu của Penn Central (vào cuối năm 1970, trái phiếu 4,25 của đường sắt đã bị vỡ nợ và chỉ bán được 18,5 đô la, trong khi trái phiếu 4,375 của tiện ích công cộng được đóng cửa ở mức 66,5 đô la).

4. Lợi nhuận báo cáo của Penn Central là 3,80 đô la trên một cổ phần trong năm 1968; mà mức giá của nó cao đến 86,5 đô la trong năm đó là gấp 24 mức lợi nhuận như vậy. Song bất kỳ nhà phân tích thành thạo nào chắc cũng đêu băn khoăn là các lợi nhuận theo kiểu đó "thực" đến mức khi được báo cáo mà không cần phải đóng bất kỳ một thuế thu nhập nào kể từ đó trở đi.

5. Đối với năm 1966, công ty mới được sáp nhập[429] đã báo cáo mức "lợi tức" là 6,80 đô la trên một cổ phiếu. Để phản ánh điều đó thì cổ phiếu thường của nó sau đó đã tăng giá đến mức đỉnh là 86,5 đô la. Đây là sự định giá của trên 2 tỷ đô la đối với vốn cổ đông. Bao nhiêu trong số những người mua đó biết được vào thời điểm ấy là mức lợi nhuận đẹp đẽ đến như

vậy là trước khi tính một khoản phí đặc biệt 275 triệu đô la, tức là 12 đô la trên một cổ phiếu sẽ bị lấy đi vào năm 1971 cho mục "chi phí và thua lỗ" xảy ra do sự sáp nhập. Ôi miền đất thần tiên diệu kỳ của Phố Wall, nơi mà một công ty có thể thông báo "lợi nhuận" 6,80 đô la trên một cổ phiếu ở một chỗ và "các chi phí và thua lỗ" đặc biệt 12 đô la trên một cổ phiếu ở một chỗ khác, còn các cổ đông và những kẻ đầu cơ thì xoa tay hân hoan![430].

6. Một nhà phân tích về ngành đường sắt có lẽ đã biết từ rất lâu là bức tranh hoạt động của Penn Central là rất tồi tệ so với các công ty đường sắt khác có khả năng lợi nhuận cao hơn. Chẳng hạn, tỷ lệ vận chuyển của công ty này là 47,5% trong năm 1968 so với 35,2 % đối với người láng giêng của nó là Norfolk & Western[431].

7. Trong quá trình còn có một số giao dịch kỳ lạ với các kết quả kế toán kỳ quặc[432]. Các chi tiết là quá phức tạp nên không xem xét ở đây.

KẾT LUẬN: Việc liệu một ban lãnh đạo tốt hơn có thể cứu được sự phá sản của Penn Central hay không là điều có thể tranh luận. Song không còn một chút nghi ngờ nào nữa là không còn một trái phiếu hoặc cổ phiếu nào của hệ thống Penn Central có thể còn tồn tại được sau năm 1968 trong bất kỳ tài khoản chứng khoán nào được canh chừng bởi các nhà phân tích chứng khoán có trình độ, các nhà quản lý quỹ, các giới chức có trách nhiệm, hoặc nhà tư vấn đầu tư. Bài học: các nhà phân tích chứng khoán cần phải thực hiện công việc cơ bản của mình trước khi họ nghiên cứu các động thái thị trường chứng khoán, hãy chăm chú nhìn vào các viên bi pha lê, hãy thực hiện các phép tính toán cẩn thận, hoặc hãy thực hiện các chuyến đi thực địa chịu mọi phí tổn[433].

Ling-Temco-Vought Inc.

Đây là câu chuyện về sự mở rộng hết mức và nợ hết mức, kết thúc với những thua lỗ khủng khiếp và một loạt các vấn đê về tài chính. Như thường xảy ra trong những trường hợp như thế này, một cậu con cưng, hay là một "thiên tài trẻ tuổi", chịu trách nhiệm chính đối với việc tạo nên toàn bộ đế chế cũng như sự sụp đổ nhục nhã của nó; song còn nhiều lỗi đổ tại những kẻ khác nữa[434].

Sự đi lên và sụp đổ của Ling-Temco-Vought Inc. có thể được tóm lược bằng cách nêu ra các tài khoản thu nhập cô đọng và các mục của bảng cân đối trong 5 năm từ năm 1958 đến năm 1970. Điều này được thực hiện trong bảng 17-1. Cột đầu tiên cho thấy sự khởi đầu khiêm tốn của công ty vào năm 1958, khi doanh số của nó chỉ có 7 triệu đô la. Cột thứ hai nêu số liệu của năm 1960; doanh nghiệp này đã tăng lên gấp 20 lần chỉ trong có hai năm, song nó vẫn còn là tương đối nhỏ. Sau đó đến thời kỳ hoàng kim cho đến năm 1967 và 1968, khi mà doanh số lại tiếp tục tăng gấp 20 lần lên 2,8 tỷ đô la, còn con số nợ cũng phình ra từ 44 triệu đô la lên mức kinh hoàng 1.653 triệu đô la. Năm 1969 bắt đầu có các vụ tiếp quản mới, nợ tiếp tục tăng lên ghê gớm (đạt tới con số tổng cộng là 1.865 triệu đô la!), và cũng là khởi đầu của các bất ổn nghiêm trọng. Một sự thua lỗ lớn, sau các khoản bất thường, đã được báo cáo trong năm đó; giá chứng khoán giảm từ mức cao năm 1967 là 169,5 đô la xuống mức thấp

còn 24 đô la,[Ễ] thiên tài trẻ tuổi đã bị thay thế ở vị trí người đứng đầu công ty. Các kết quả của năm 1970 thậm chí còn khủng khiếp hơn, doanh nghiệp này đã thông báo mức thua lỗ ròng cuối cùng là gần 70 triệu đô la,[Ễ] chứng khoán rơi xuống mức giá thấp chỉ còn có 7,125 đô la, và trái phiếu phát hành lớn nhất của công ty có thời điểm được định giá chỉ còn ở mức đáng thương hại là 15 xu trên một đô la. Chính sách mở rộng của công ty đã bị đảo ngược mạnh mẽ, nhiều quyền lợi quan trọng của công ty đã bị đặt lên thị trường, và một số triển khai đã được thực hiện nhằm làm giảm các khoản nợ chồng chất như núi của công ty.

BẢNG 17-1: Công ty Ling-Temco-Vought Inc., 1958- 1970 (đơn vị: triệu đô la, ngoại trừ lợi tức trên một cổ phiếu)

A. Kết quả hoạt động	1958	1960	1967	1969	1970
Doanh số	6,9	143,0	1833,0	3750,0	374,0
Lợi nhuận ròng trước thuế và chi phí lãi suất	0,552	7,287	95,6	124,4	88,0
Chi phí lãi	0,1 (ưt)	1,5 (ưt)	17,7	122,6	128,3
(Số lần lợi tức gấp chi phí lãi)	(5,5 X)	(4,8 X)	(54 X)	(1,02 X)	(0,68 X)
Thuế thu nhập	0,225	2,686	35,6	có 15,2	4,9
Các khoản đặc biệt				nợ 40,6	nợ 18,8
Lợi nhuận ròng sau các khoản đặc biệt	0,227	3,051	34,0	nợ 38,3	nợ 69,6
Cân đối đối với cổ phiếu thường	0,202	3,051	30,7	nợ 40,8	nợ71,3
Lợi tức trên một cổ phiếu thường	0,17	0,83	5,56	th 10,59	th 17,18
B. Vị thế tài chính					
Tổng tài sản có	6,4	94,5	845,0	2944,0	2582,0
Nợ phải trả trong vòng 1 năm	1,5	29,3	165,0	389,3	301,3
Nợ dài hạn	0,5	14,6	202,6	1500,8	1394,6
Vốn cổ đông	2,7	28,5	245,0b	th 12,0a	th 69,0a
Các tỷ số					
Tài sản có hiện tại/tài sản nợ hiện tại	1,27 X	1,45 X	1,80 X	1,52 X	1,45 X
Vốn cổ đông/nợ dài hạn	5,4 X	2,0 X	1,2 X	0,17 X	0,13 X
Phạm vi giá thị trường		28–20	169,5–109	97,75–24,125	29,5–7,125

a Loại trừ việc xem giảm nợ như một tài sản có và việc khấu trừ chứng khoán ưu đãi ở mức giá hoàn lại.

b Theo như công bố:

Những chữ viết tắt: ưt = ước tính; th = thâm hụt.

Các con số trong bâng của chúng tôi đã nói lên một cách hùng hồn rằng căn có một vài nhận xét. Sau đây là một số nhận xét:

1. Giai đoạn mờ rộng công ty không phải là không có sự ngắt quãng. Năm 1961, công ty thể hiện một khoãn thâm hụt hoạt động nhỏ, song - theo một thông lệ sẽ được thấy sau này trong biết bao nhiêu báo cáo của năm 1970 - rõ ràng là đã quyết định ném tất cả các chi phí và dự trữ có được vào một năm tồi tệ[435]. Các khoản này lên đến khoảng 13 triệu đô la, lớn hơn cả lợi nhuận ròng của 3 năm trước đó cộng lại. Bây giờ thì công ty đã sẵn sàng để thể hiện "lợi nhuận kỷ lục" vào năm 1962, v.v[ữ] 2. Vào cuối năm 1966, các tài sản hữu hình ròng được nêu là 7,66 đô la trên một cổ phiếu thường (đã được điều chỉnh đối với chia tách đổi 2 lấy 3). Như vậy giá thị trường trong năm 1967 đạt tới mức gấp 22 lần (!) giá trị tài sản có được báo cáo của công ty tại thời điểm đó. Vào cuối năm 1968, bảng cân đối cho thấy 286 triệu đô la được dành cho 3,8 triệu cổ phiếu thường và cổ phiếu hạng AA, tức là khoảng 77 đô la trên một cổ phiếu. Song nếu chúng ta trừ đi cổ phiếu ưu đãi ở mức giá trị toàn bộ và loại ra các khoản đặc quyền kế nghiệp và "tài sản" chiết khấu trái phiếu khổng lồ[436]; sẽ chỉ còn lại 13 triệu đô la cho các cổ phiếu thường, tức là chỉ có 3 đô la trên một cổ phần. Số vốn cổ đông hữu hình này sẽ bị quét sạch bởi thua lỗ trong các năm tiếp theo.

3. Cho đến cuối năm 1967, hai trong số các doanh nghiệp ngân hàng đáng kính nhất của chúng ta đã chào mời 600.000 cổ phiếu Ling-Temco-Vought ở mức 111 đô la trên một cổ phiếu. Nó đã lên đến mức cao tới 169,5 đô la. Trong vòng chưa đầy ba năm, giá của nó rớt xuống còn có 7,125 đô la[437].

4. Vào cuối năm 1967, các khoản vay ngân hàng đã lên đến 161 triệu đô la, và một năm sau chúng đứng ở mức 414 triệu đô la,[ễ] đây chắc hẳn là một con số đáng sợ. Hơn nữa, nợ dài hạn lên đến 1.237 triệu đô la. Cho đến năm 1969 thì tổng số nợ cộng lại lên đến con số là 1.869 triệu đô la. Đây có lẽ là con số nợ tổng cộng lớn nhất của bất cứ một công ty công nghiệp nào ở bất cứ đâu và vào bất cứ thời kỳ nào, chỉ ngoại trừ trường hợp duy nhất không thể vượt qua của công ty Standard Oil từ bang New Jersey.

5. Các thua lỗ của năm 1969 và 1970 đã vượt xa lợi nhuận tổng cộng kể từ khi hình thành công ty.

BÀI HỌC: Câu hỏi đầu tiên xuất hiện trong đầu ta từ câu chuyện của Ling-Temco-Vought là làm sao mà các chủ ngân hàng thương mại lại có thể bị thuyết phục đề cho công ty này vay những khoản tiền khổng lồ như vậy trong giai đoạn mà công ty đang mở rộng. Năm 1966 và trước đó, mức lợi tức bù đắp cho chi phí lai của công ty đã không thỏa mãn được các tiêu chí

thận trọng, và điều này cũng đúng đối với tỷ số tài sản có hiện tại trên tài sản nợ hiện tại, cũng như đối với tỷ số vốn cổ phiếu trên tổng số nợ. Song trong hai năm tiếp theo đó, các ngân hàng đã chuyển sang thêm cho doanh nghiệp này gần 400 triệu đô la nữa để tiếp tục "đa dạng hóa". Đây không phải là một vụ kinh doanh tốt đối với các ngân hàng này, và còn tệ hơn nữa về mặt hậu quả đối với các cổ đông của công ty. Nếu như trường hợp Ling-Temco-Vought sẽ được dùng để ngăn các ngân hàng thương mại không hỗ trợ và tiếp tay cho những sự mở rộng bấp bênh thuộc loại này trong tương lai cũng có thể có được một vài điều tốt đẹp nào đổ[438].

NVF thâu tóm Sharon Steel (khoản người thu) Vào cuối năm 1968, NVF là một công ty với 4,6 triệu đô la nợ dài hạn, 17,4 triệu đô la vốn cổ phiếu, 31 triệu đô la doanh số và 502.000 đô la lợi nhuận ròng (trước một tín dụng đặc biệt 374.000 đô la). Ngành nghề kinh doanh của công ty này được mô tả là "sợi lưu hóa và nhựa". Ban lãnh đạo đã quyết định thôn tính Sharon Steel, một công ty có 43 triệu đô la nợ dài hạn, 101 triệu đô la vốn cổ phiếu, 219 triệu đô la doanh số và 2.929.000 đô la lợi nhuận ròng. Như vậy công ty mà NVF muốn thâu tóm có quy mô lớn gấp 7 lần bản thân NVF. Vào đầu năm 1969, NVF đã đưa ra đê nghị đối với tất cả các cổ phần của Sharon. Điều kiện đè nghị trên một cổ phiếu là 70 đô la mệnh giá cho các trái phiếu 5% hạng dưới của NVF; đáo hạn vào năm 1994, cộng thêm các chứng chỉ quyền mua 1,5 cổ phần NVF với giá 22 đô la trên một cổ phần của NVF. Ban lãnh đạo của Sharon đã vất vả chống lại âm mưu thâu tóm này, song vô ích. NVF đã thâu tóm 88% cổ phiếu của Sharon theo đề nghị này, do vậy đã phát hành 102 triệu đô la các trái phiếu 5% và các chứng chỉ quyền mua đối với 2.197.000 cổ phiếu của công ty. Nếu như đề nghị này có hiệu lực 100%, doanh nghiệp hợp nhất vào năm 1968 sẽ có thể có 163 triệu đô la nợ, chỉ có 2$_{U}$2 triệu đô la vốn cổ phiếu hữu hình và 250 triệu đồ la doanh số. Câu hỏi về lợi nhuận ròng có lẽ hơi phức tạp hơn, nhưng sau đó công ty đã công bố chúng như một khoản lỗ ròng 50 xu trên một cổ phần NVF; trước một khoản tín dụng khác thường, và lợi tức ròng là 3 xu trên một cổ phiếu sau tín dụng đó[439].

NHẬN XÉT THỨ NHẤT: Trong tất cả các vụ thâu tóm xảy ra trong năm 1969, vụ này, không nghi ngờ gì, là cực đoan nhất xét về mất cân đối tài chính. Công ty tiếp quản đã tiếp nhận một trách nhiệm đối với nghĩa vụ nợ mới và mất cân đối, và đã thay đổi mức lợi tức đã được tính toán năm 1968 của nó từ có lai thành thua lỗ để biến thành một món hời. Một thước đo sự yếu kém về vị thế tài chính của công ty bởi bước này có thể được thấy từ một thực tế là các trái phiếu 5% đã không bán được quá 42 xu trên một đô la trong năm phát hành. Điều này có lẽ đã cho thấy sự nghi ngờ nghiêm trọng về độ an toàn của các trái phiếu cũng như tương lai của công ty; tuy nhiên, ban lãnh đạo đã thực sự khai thác giá trái phiếu theo cái cách nhằm tiết kiệm thuế thu nhập năm của công ty vào khoảng 1 triệu đô la như sẽ được nêu sau.

Báo cáo năm 1968, được công bố sau khi Sharon bị thâu tóm, chứa đựng một cảnh tượng cô đọng về các kết quả của nó được chuyên xuống cuối năm. Báo cáo này chứa đựng hai khoản bất bình thường nhất:

1. Một tài sản 58,6 triệu đô la "chi phí về nợ được hoãn lại". Số tiền này còn lớn hơn toàn bộ "vốn cổ đông", được đánh giá ở mức 40,2 triệu đô la.

2. Tuy nhiên, một khoản 20,7 triệu đô la được mệnh danh là "chênh lệch của vốn cổ đông vượt chi phí đầu tư vào Sharon" đã không được đưa vào vốn cổ đông.

NHẬN XÉT THỨ HAI: Nếu chúng ta loại ra các chi phí về nợ như là một tài sản có, điều dường như khó có thể là như vậy và đưa một khoản khác vào vốn cổ đông (nơi nó thường là thuộc về) thì chúng ta sẽ có một báo cáo hiện thực hơn về vốn cố đông hữu hình của chứng khoán NVF, đó là 2,2 triệu đô la. Như vậy, tác động thứ nhất của vụ này là làm giảm 'Vốn cổ đông thực" của NVF từ 17,4 triệu đô la xuống còn 2,2 triệu đô la, thế là từ 23,71 đô la trên một cổ phiếu xuống còn 3 đô la trên một cổ phiếu, đối với 731.000 cổ phiếu. Ngoài ra, các cổ đông của NVF đã trao quyền cho những người khác được mua số cổ phiếu bổ sung nhiều gấp 3,5 lần tại mức giá thấp hơn 6 điểm so với giá thị trường tại thời điểm cuối năm 1968. Giá trị thị trường ban đầu của các chứng chỉ khi đó là khoảng 12 đô la mỗi cái, tức là tổng cộng 30 triệu đô la đối với chứng chỉ tham gia ấê nghị mua. Thực sự thì giá trị thị trường của các chứng chỉ đã vượt khá xa tổng giá trị thị trường của các chứng khoán NVF đang lưu hành - lại một bằng chứng nữa về bản chất "cái đuôi đòi vẫy cái đầu"[440] của giao dịch này.

Các mánh khóe kế toán Khi chuyên từ bảng cân đối dự toán theo lệ này sang báo cáo của năm tiếp theo, chúng tôi phát hiện thấy vài khoản bút toán rất lạ. Ngoài chi phí lãi cơ bản (một khoản nặng ký 7,5 triệu đô la), còn có khoản khấu trừ 1.795.000 đô la đối với "khấu hao chi phí nợ được hoãn" ("amortization of deferred debt expense"). Song khoản này hầu như được bù trừ ngay ở dòng tiếp theo bởi một khoản lợi nhuận rất khác thường "khấu hao vốn cổ đông đối với chi phí đầu tư vào công ty chi nhánh: Có 1.650.000 đô la". Tại một trong những chú giải, chúng tôi phát hiện thấy một khoản bút toán chưa he xuất hiện trong bất kỳ báo cáo nào khác mà chúng tôi đã từng được biết: một phần của vốn cổ phiếu được ghi ờ đây như là "giá trị thị trường công bằng của các chứng chỉ quyền mua được phát hành gắn với thâu tóm, vữv., 22.129.000 đô la".

Tất cả các khoản bút toán này có nghĩa quỷ quái gì vậy? Không một bút toán nào trong số đó thậm chí được nhắc tới trong phần mô tả của báo cáo năm 1969. Một nhà phân tích chứng khoán có nghề sẽ phải tự luận ra những điều bí ẩn đó, hầu như theo cách của một thám tử. Anh ta tìm thấy rằng ý tưởng ẩn bên dưới là để kiếm được lợi ích về thuế có được từ mức giá thấp ban đầu của các phiếu nợ 5%. Đối với những bạn đọc muốn quan tâm đến sự sắp đặt khéo léo này, chúng tôi sẽ đưa ra cách giải quyết của mình tại phụ lục 6.

Các khoản bất thường khác 1. Ngay sau phiên đóng cửa năm 1969, công ty này đã mua vào không ít hơn 650.000 chứng chỉ quyền mua ở mức giá 9,38 đô la mỗi cái. Đây là điều khác thường khi chúng tôi xem xét thấy là (a) bản thân NVF chỉ có 700.000 đô la tiền mặt vào thời điểm cuối năm đó, và 4,4 triệu đô la nợ đến hạn vào năm 1970 (như vậy rõ ràng là 6 triệu đô la đã trả cho số chứng chỉ là phải đi vay); (b) công ty mua vào chứng chỉ "tiền giấy"

này vào thời điểm khi mà các trái phiếu 5% của nó được bán ở mức dưới 40 xu trên 1 đô la, đây thường là một cảnh báo rằng các khó khăn về tài chính đang chờ đón phía trước.

2. Như là bù đắp một phần cho điều đó, công ty này đã rút về 5,1 triệu đô la trái phiếu của mình cũng với 253.000 chứng chỉ để đổi lấy một số lượng tương đương cổ phiếu thường. Điều này là có thể được bởi vì do sự đỏng đảnh của thị trường chứng khoán, người ta đã bán các trái phiếu 5% ở mức dưới 40 đô la trong khi các cổ phiếu thường được bán ở mức giá trung bình là 13,5 đô la, không trả cổ tức.

3. Công ty này đã có các kế hoạch hoạt động không chỉ để bán chứng khoán cho các nhân viên của mình, mà còn để bán cho họ một số lượng lớn chứng chỉ quyền mua cổ phiếu. Giống như những lần mua cổ phiếu, mua chứng chỉ này sẽ được trả ngay 5% và phần còn lại thì trả trong nhiều năm về sau. Đây là một kế hoạch cho nhân viên mua chứng chỉ có một không hai mà chúng tôi từng được biết. Liệu có ai đó nay mai sẽ phát kiến ra và bán theo kiểu trả góp cái quyền được mua một quyền mua cổ phiếu nữa không, V.V.?

4. Trong năm 1969, công ty Sharon Steel mới bị kiểm soát đã thay đổi phương pháp nhằm đạt được chi phí quỹ lương hưu của nó, và đồng thời cũng chấp nhận mức khấu hao tài sản hữu hình thấp hơn. Các thay đổi về kế toán này đã bổ sung thêm khoảng 1 đô la trên một cổ phiếu vào lợi tức báo cáo của NVF trước khi pha loãng.

5. Vào cuối năm 1970, Hướng dẫn chứng khoán của Standard & Poor's đã thông báo là cổ phiếu của NVF được bán ở mức tỷ số giá/lợi tức chỉ có 2, con số thấp nhất trong toàn bộ trên 4.500 cổ phiếu phát hành được ghi trong cuốn sổ hướng dẫn đó. Như một câu châm ngôn cổ của Phố Wall đã nói, điều đó là "quan trọng nếu như có thật". Tỷ số này dựa trên giá đóng cửa của năm là 8,75 đô la và "lợi tức" được tính toán là 5,38 đô la trên một cổ phiếu cho 12 tháng kết thúc vào tháng 9/1970 (nếu sử dụng các con số này thì các cổ phiếu được bán chỉ ờ mức gấp 1,6 lần lợi tức). Song tỷ số này đã không tính đến nhân tố pha loãng lớn[441]; cũng như không tính đến các kết quả bất lợi thực sự diễn ra trong quý cuối cùng của năm 1970. Khi các con số của cả năm cuối cùng xuất hiện, chúng đã cho thấy chỉ có 2,03 đô la trên một cổ phiếu là đạt được đối với chứng khoán, trước khi tính đến sự pha loãng, và 1,80 đô la trên một cổ phiếu khi đã pha loãng. Hãy cùng lưu ý là giá thị trường gộp của chứng khoán và chứng chỉ vào ngày hôm đó là khoảng 14 triệu đô la so với khoản nợ trái phiếu 135 triệu đô la - một vị thế mà vốn cổ đông thực sự là khánh kiệt.

AAA Enterprises Lịch sử Khoảng 15 năm trước, một sinh viên đại học tên là Williams bắt đầu bán các căn nhà lưu động (khi đó được gọi là các "toa moóc")[442]. Vào năm 1965, anh ta thành lập doanh nghiệp. Trong năm đó anh ta đã bán được 5,8 triệu đô la các nhà lưu động và kiếm được 61.000 đô la lợi nhuận trước thuế doanh nghiệp. Đến năm 1968, anh ta đã gia nhập phong trào "nhượng quyền kinh doanh" và bán lại cho những người khác quyền được bán các nhà lưu động dưới cái tên công ty của anh ta. Anh ta cũng hình thành một ý tưởng sáng láng về việc tham gia vào chuẩn bị các tờ khai hoàn thuế thu nhập bằng cách sử dụng các ngôi nhà lưu động của mình như các văn phòng. Anh ta đã tạo ra một công ty con gọi là

Ngài Thuế của nước Mỹ (Mr. Tax of America), và tất nhiên là bắt đầu bán các quyền kinh doanh cho những người khác đã sử dụng ý tưởng và tên tuổi của anh ta. Anh ta nhân số lượng các cổ phiếu công ty lên thành 2,71 triệu và đã sẵn sàng để cung ứng chứng khoán. Anh ta thấy là một trong những công ty giao dịch chứng khoán lớn nhất, cùng với các công ty khác, sẵn lòng thực hiện vụ giao dịch này. Vào tháng 3/1969, họ đã chào bán ra công chúng 500.000 cổ phiếu của AAA Enterprises ở mức giá 13 đô la trên một cổ phiếu. Trong số đó, 300.000 cổ phiếu được bán cho tài khoản cá nhân của anh Williams và 200.000 cổ phiếu được bán cho tài khoản công ty, bổ sung thêm 2,4 triệu đô la vào các nguồn lực của nó. Giá chứng khoán ngay lập tức nhảy vọt gấp đôi lên 28 đô la, tức là giá trị 84 triệu đô la cho vốn cổ đông, so với giá trị sổ sách, chẳng hạn, chỉ có khoảng 4,2 triệu đô la và lợi nhuận báo cáo tối đa là 690.000 đô la. Chứng khoán này như vậy đã được bán ở mức khỏe khoắn là gấp 115 lần lợi tức hiện tại (và là lớn nhất) trên một cổ phiếu. Không nghi ngờ gì, anh Williams đã chọn cái tên AAA Enterprises để làm sao cho nó có thể nằm ở hàng đầu tiên trong các cuốn danh bạ điện thoại và các trang vàng. Một kết quả kèm theo là công ty này cũng sẽ xuất hiện trước tiên trong Hướng dẫn chứng khoán của Standard & Poor's. Cũng giống như tên của Abu-Ben-Adhem, công ty này dẫn đầu tất cả[443]. Điều đó tạo một lý do đặc biệt để lựa chọn nó như một ví dụ đau lòng của cách huy động vốn mới năm 1969 và "các phát hành nóng".

NHẬN XÉT: Đó không phải một vụ giao dịch tồi tệ đối với anh Williams. Số 300.000 cổ phiếu mà anh ta đã bán có giá trị sổ sách vào tháng 12/1968 là 180.000 đô la và như vậy anh ta đã thu được gấp tới 20 lần, tức là một khoản ngon lành 3,6 triệu đô la. Các nhà bao tiêu và phân phối chia nhau 500.000 đô la, trừ đi chi phí.

1. Đó dường như không phải là một vụ giao dịch vẻ vang đến như vậy đối với các khách hàng của các công ty bán ra. Họ được yêu cầu trả gấp khoảng 10 lần giá trị sổ sách của chứng khoán, sau hoạt động đầy nỗ lực nhằm tăng vốn cổ đông trên một cổ phiếu từ 59 xu lên 1,35 đô la bằng tiền của chính họ[444]. Trước năm đạt kết quả tốt nhất 1968, lợi tức cao nhất của công ty là ở mức nực cười 7 xu trên một cổ phiếu. Đã có những kế hoạch đầy tham vọng đối với tương lai, tất nhiên - song công chúng được yêu cầu trả trước một khoản lớn để hiện thực hóa điều được kỳ vọng trong các kế hoạch đó.

2. Mặc dù vậy, giá chứng khoán vẫn tăng gấp đôi chẳng bao lâu sau khi nó được phát hành lần đầu, và bất cứ ai trong số các khách hàng của các công ty môi giới cũng có thể kiếm được một khoản lợi nhuận khá hậu hĩ. Liệu thực tế này có thay đổi được sự thả nổi, hoặc liệu khả năng đoán trước rằng điều đó có thể xảy ra có miễn trừ các nhà phân phối ban đầu của vụ phát hành chứng khoán này khỏi trách nhiệm của họ về việc chào bán ra công chúng và các hậu quả sau này của nó? Một câu hỏi không dễ trả lời, song nó đáng được xem xét nghiêm túc bởi Phố Wall và các cơ quan điều tiết của chính phủ[445].

Lịch sử tiếp theo Với số vốn tăng lên của mình, AAA Enterprises đã bước vào hai ngành nghề kinh doanh bổ sung. Trong năm 1969, nó mở thêm một chuỗi các cửa hàng bán lẻ

thảm, và nó tiếp quản một nhà máy sản xuất nhà di động. Các kết quả báo cáo cho chín tháng đầu năm 1969 không hoàn toàn là rực rỡ, song chúng khá hơn một chút so với năm trước đó - 22 xu một cổ phiếu so với 14 cent. Điêu gì đã xảy ra trong những năm tháng tiếp theo thì thực sự là không thể nào tin được. Công ty này đã mất 4.365.000 đô la, tức là 1,49 đô la trên một cổ phiếu. Điêu này đã ngốn toàn bộ vốn của công ty trước khi có huy động vốn, cộng với toàn bộ 2,4 triệu đô la nhận được từ việc bán chứng khoán, cộng thêm với hai phần ba của số tiền được báo cáo là kiếm được trong chín tháng đầu năm 1969. Chỉ còn lại có một khoản đáng thương 242.000 đô la, tức là 8 xu trên một cổ phiếu, vốn của những cổ đông công chúng đã phải trả 13 đô la cho đợt phát hành mới chỉ có bảy tháng trước đây thôi. Mặc dù vậy, cổ phiếu đã đóng cửa năm 1969 ở mức giá được đưa ra là 8,125 đô la, tức là sự "định giá" công ty là 25 triệu đô la.

NHẬN XÉT TIẾP THEO: 1. Thật là quá nhiều để có thể tin được rằng công ty đã thực sự lai được 686.000 đô la từ tháng 1 đến tháng 9/1969 và sau đó thua lỗ 4.365.000 đô la trong vòng ba tháng tiếp theo, ở đây có một cái gì đó đáng buồn, tệ hại và sai trái một cách đáng buộc tội về bản báo cáo ngày 30/9/1969.

2. Mức giá đóng cửa được đưa ra là 8,125 đô la của năm đó thậm chí còn hơn cả một biểu hiện lơ đãng hoàn toàn của giá thị trường chứng khoán so với mức giá ban dâu là 13 đô la hay mức giá "phát hành nóng" tiếp sau đưa ra cao tới 28 đô la. Mức giá sau cùng này ít ra cũng được dựa trên sự hăng hái và hy vọng - hoàn toàn không cân xứng với thực tế và lẽ thường, song ít nhất còn có thể hiểu được. Sự định giá cuối năm là 25 triệu đô la đối với một công ty đã mất hầu như toàn bộ vốn của nó chỉ trừ một mẩu tí xíu, do vậy điều kiện vỡ nợ hoàn toàn là không tránh khỏi, và đối với công ty đó thì những từ như "sự hăng hái", hay "hy vọng" chỉ còn là những lời mỉa mai cay đắng (đúng là các con số cuối năm đã không được công bố vào ngày 31/12, song nhiệm vụ của các công ty môi giới Phố Wall liên quan đến một công ty là phải có các thông báo hoạt động hằng tháng và một ý tưởng tương đối rõ ràng về việc tình hình đang diễn ra như thế nào).

Chương cuối cùng Đối với nửa đầu năm 1970, công ty này đã thông báo một khoản thua lỗ hơn nữa là 1 triệu đô la. Công ty bây giờ đã có một khoản thâm hụt vốn với quy mô kha khá. Nó được giữ cho khỏi bị phá sản bằng các khoản vay được thực hiện bởi ngài Williams, tổng cộng lên đến 2,5 triệu đô la. Dường như không có tuyên bố tiếp theo nào sau đó được đưa ra, cho đến tháng 1/1971 khi AAA Enterprises cuối cùng nộp đơn xin phá sản. Giá của chứng khoán đó vào cuối tháng vẫn còn được chào bán ở mức 50 xu một cổ phiếu, tức là 1,5 triệu đô la cho toàn bộ phát hành, cái rõ ràng là có giá trị không hơn gì một tờ giấy dán tường. Hết câu chuyện của chúng tôi.

BÀI HỌC VÀ CÂU HỎI: Công chúng đầu cơ là điều không thể sửa chữa được. Nói theo kiểu tài chính, họ không thể đếm quá 3. Họ sẽ mua bất cứ cái gì, ở bất cứ giá nào, nếu như cảm thấy là có một "hoạt động" nào đó đang diễn ra. Họ mê tít bất kỳ công ty nào đồng nhất với "nhượng quyền kinh doanh", máy tính, điện tử, khoa học, công nghệ, hay bất kỳ cái gì

bạn có khi một cái mốt cụ thể nào đó đang thịnh hành. Các bạn đọc của chúng tôi, tất cả đều là các nhà đầu tư có óc xét đoán, tất nhiên là ờ phía trên sự xuẩn ngốc đó. Song các câu hỏi vần còn đó: nếu như các công ty môi giới đầu tư có trách nhiệm mà giữ lấy danh dự để không tự đồng nhất mình với các doanh nghiệp như vậy, liệu 9 trong số 10 công ty đó sẽ có thể không bị phán quyết trước là cuối cùng sẽ thất bại? (Đây thực sự đúng là tình huống khi mà tác giả vừa mới bước chân vào Phố Wall năm 1914. Để so sánh điều dường như cảm nhận thấy là các tiêu chuẩn về đạo lý của Phố Wall đã tụt thấp chứ không được nâng cao trong năm năm tiếp sau đó, bất chấp tất cả các cải cách và các kiểm soát). Liệu ủy ban chứng khoán và Giao dịch có thể và cần phải được trao thêm các quyền khác để bảo vệ cho công chúng, ngoài những quyền hiện nay chỉ giới hạn trong việc yêu cầu in ra tất cả các số liệu quan trọng có liên quan trong bản cáo bạch phát hành? Liệu một kiểu điểm số an toàn nào đó cho các phát hành ra công chúng thuộc các loại khác nhau có cãn phải được thu thập và công bố theo cách dễ nhận thấy không? Liệu tất cả các cáo bạch, và có lẽ là tất cả khẳng định về doanh thu trong lần phát hành đầu tiên, cãn phải có một dạng đảm bảo chính thức nào đó rằng giá chào bán đối với phát hành đó không vượt quá xa mức giá thịnh hành của các phát hành thuộc cùng một dạng chung như vậy và đã được thiết lập trên thị trường? Trong lúc chúng tôi đang viết ấn bản này thì một phong trào tiến tới triệt bỏ các hành động lạm dụng của Phố Wall đang được hình thành. Rất khó áp đặt những thay đổi quan trọng trong lĩnh vực các phát hành mới, bởi các hoạt động lạm dụng phần lớn là do kết quả của sự lơ là và sự tham lam của chính công chúng. Song vấn đề này đáng được xem xét một cách lâu dài và thận trọng[446].

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 17 Vị thần thông thái Woden, đến gặp vua của lũ quỷ trong hang, khóa tay ông ta lại và yêu cầu ông ta hãy cho biết làm thế nào để trật tự có thể chiến thắng hỗn loạn. "Hãy đưa ta con mắt trái của ngươi", vua quỷ nói, "ta sẽ nói cho ngươi biết". Không chút do dự, Woden đưa ngay con mắt trái của mình. "Bây giờ hãy nói cho ta đi". Vua quỷ nói: "Điều bí mật là 'hãy canh chừng bằng hai con mắt'!”

-John Gardner CÀNG CÓ NHIÊU THỨ THAY ĐỐI...

Graham nhấn mạnh bốn thái cực:

• một công ty khổng lồ đang lung lay được định giá cao • một tổ hợp công ty đang xây dựng đế chế của mình • một vụ sáp nhập trong đó một công ty nhỏ tiếp quản một công ty lớn • một phát hành lần đầu ra công chúng các cổ phiếu của một công ty về thực chất là vô giá trị Vài năm qua đã cung cấp thêm khá nhiều trường hợp về các thái cực mà Graham đã nêu để bổ sung vào một cuốn bách khoa toàn thư. Dưới đây là một ví dụ.

LUCENT (SÁNG NGỜI), NHƯNG KHÔNG MINH BẠCH Vào giữa năm 2000, công ty Lucent Technologies. (Công nghệ sáng ngời) được sở hữu bởi nhiều nhà đầu tư hơn bất kỳ một chứng khoán nào khác của Mỹ. Với mức vốn hóa thị trường là 192,9 tỷ đô la, đây là công ty có giá trị đứng thứ 12 ở Mỹ.

Liệu giá trị khổng lồ đó có thể biện minh được không? Hãy nhìn vào một vài số liệu cơ bản từ báo cáo tài chính của Lucent cho quý tài chính kết thúc vào ngày 30/6/2000[447].

HÌNH 17-1: Công ty Lucent Technologies.

	Đối với quý kết thúc vào...	
	30/6/ 2000	30/6/ 1999
Lợi nhuận		
Doanh thu	8.713	7.403
Lợi nhuận (thua lỗ) từ các hoạt động đang tiếp diễn	(14)	622
Lợi nhuận (thua lỗ) từ các hoạt động đã bị ngừng	(287)	141
Lợi nhuận ròng	(301)	763
Tài sản có		
Tiền mặt	710	1.495
Các khoản phải thu	10.101	9.486
Đặc quyền kế nghiệp	8.736	3.340*
Chi phí phát triển phần mềm vốn hóa	576	412
Tổng tài sản có	46.340	37.156

Tất cả các con số tính bằng triệu đô la.

* Các tài sản có khác, bao gòm cả đặc quyền kê nghiệp.

Nguòn.ằ Báo cáo tài chính của Lucent (Mầu 10-Q).

Đọc kỹ hơn báo cáo của Lucent sẽ làm người ta phải ấn chuông báo động kêu inh ỏi như một tổng đài điện thoại không có ai trả lời:

• Lucent vừa mới mua vào một nhà cung cấp thiết bị quang, Chromatis Networks, với giá 4,8 tỷ đô lạ trong đó 4,2 tỷ đô la là "đặc quyền kế nghiệp" (tức là chi phí cao hơn giá trị sổ sách). Chromatis có 150 nhân viên, không có khách hàng nào, doanh thu bằng không, do đó thuật ngữ "đặc quyền kế nghiệp" dường như không phù hợp; có lẽ "ngăn tủ đựng đồ của

cô dâu sắp về nhà chồng" còn chính xác hơn. Nếu như các sản phẩm phôi thai của Chromatis chẳng đi đến đâu, Lucent chắc hẳn sẽ phải đảo ngược đặc quyền kế nghiệp và xóa sổ nó trong phần lợi tức tương lai.

• Một chú giải đã phơi bày ra là Lucent đã cho những người mua các sản phẩm của mình vay 1,5 tỷ đô la. Lucent cũng đang một mình phải gánh chịu 350 triệu đô la để bảo lãnh cho số tiền mà các khách hàng của nó vay từ những nơi khác. Tổng số tiền của các "tài trợ khách hàng" như vậy đã tăng gấp đôi chỉ trong vòng 1 năm, nó cho thấy là các khách hàng đã cạn sạch tiền để mua các sản phẩm của Lucent. Điều gì xảy ra nếu họ cạn sạch tiền để trả nợ?

• Cuối cùng, Lucent coi chi phí đề phát triển một phần mèm mới như là một "tài sản vốn". Thay vì là một tài sản vốn, đó chẳng phải là một chi phí kinh doanh thông thường cần phải đưa ra khỏi lợi nhuận hay sao?

KẾT LUẬN: Vào tháng 8/2001, Lucent đóng cửa bộ phận Chromatis sau khi các sản phẩm của nó được thông báo là chỉ lôi kéo được có hai khách hàng[448]. Trong năm tài chính 2001, Lucent đã thua lỗ 16,2 tỷ đô la,[Ẽ] trong năm tài chính 2002, công ty này mất thêm 11,9 tỷ đô la nữa. Nằm trong số thua lỗ đó có 3,5 tỷ đô la "các khoản dự phòng nợ xấu và tài trợ khách hàng", 4,1 tỷ đô la "các chi phí hư hại liên quan đến đặc quyền kế nghiệp" và 362 triệu đô la [ÈẼ]các chi phí liên quan đến phần mêm đã được vốn hóa".

Chứng khoán của Lucent từ mức 51,062 đô la vào ngày 30/6/2000 đã kết thúc năm 2002 ở mức 1,26 đô la, một mức thiệt hại tới gần 190 tỷ đô la theo giá thị trường chỉ trong vòng hai năm rưỡi.

THẦY PHÙ THỦY VỀ TIẾP QUẢN CÔNG TY Để mô tả Tyco International Ltd., chúng tôi chỉ có thể biến tấu lại câu nói của Winston Churchill và nói rằng chưa bao giờ bán nhiều đến như vậy bởi nhiều người đến vậy cho ít người đến vậy. Từ năm 1997 đến năm 2001, tổ hợp công ty có trụ sở tại Bermuda này đã chi tổng cộng hơn 37 tỷ đồ la - hầu hết trong số đó là các cổ phiếu của chứng khoán Tyco - đề mua vào các công ty theo cách mà Imelda Marcos đã mua các đôi giầy[449]. Chỉ trong năm tài chính 2000 thôi, theo báo cáo của chính công ty này - Tyco đã tiếp quản "khoảng 200 công ty" - trung bình cứ hai ngày "tậu" trên một công ty.

Kết quả thì sao? Tyco đã phát triển một cách phi thường; trong vòng năm năm, doanh thu đã tăng từ 7,6 tỷ đô la lên 34 tỷ đô la và lợi nhuận hoạt động đã nhảy vọt từ lỗ 476 triệu đô la lên lãi 6,2 tỷ đô la. Không có gì ngạc nhiên khi mà công ty có một giá trị thị trường chứng khoán tổng cộng là 114 tỷ đô la vào cuối năm 2001.

Song các báo cáo tài chính của Tyco ít nhất là cũng gây ngạc nhiên như sự tăng trưởng của nó. Hầu như năm nào cũng vậy, các báo cáo đều nêu hàng trăm triệu đô la chi phí liên quan đến mua lại công ty. Các chi phí đó rơi vào 3 loại chính như sau:

1) "sáp nhập" hoặc "tái cấu trúc" hoặc "các chi phí không định kỳ khác".

2) "các chi phí cho sự hư hại của các tài sản lâu bền", 3) "bút toán xóa rồi khấu trừ vào lợi nhuận (write-off) nghiên cứu và triển khai bán thành phẩm được mua Để cho ngắn gọn xin hãy cho phép chúng tôi gọi chi phí loại thứ nhất là MORON, loại thứ hai là CHILLA, và loại thứ ba là WOOPIPRAD. Chúng xuất hiện thế nào trong những năm qua?

HÌNH 17-2: Tyco International Ltd.

	Năm tài chính	**MORON**	**CHILLA**	**WOOPIPRAD**
	1997	918	148	361
	1998	0	0	0
	1999	1.183	335	0
	2000	4175	99	0
	2001	234	120	184
Tổng cộng		2.510	702	545

Tất cả các con sổ theo như được báo cáo ban đầu, tinh bằng trăm triệu đô la.

Các con sô' tổng cộng của "Sáp nhập & tiếp quản" không bao gồm các vụ giao dịch hạch toán theo phương pháp cộng vốn (pooling-of-interests deal).

Nguồn: Báo cáo năm của Tyco International (Mẩu 10- K).

Như bạn có thể thấy, các chi phí MORON - được giả định là không định kỳ - đã xuất hiện ở bốn trong năm năm và tổng cộng lên đến một con số trơ trẽn là 2,5 tỷ đô la. CHILLA cũng trỗi lên một cách thường xuyên như vậy và lên tới hơn 700 triệu đô la. WOOPIPRAD tiến tới thêm nửa tỷ đô la nữa[450].

Nhà đầu tư thông mình chắc sẽ hỏi:

• Nếu chiến lược của Tyco tăng trưởng thông qua tiếp quản là một ý tưởng hay ho đến như vậy, tại sao công ty lại chi trung bình là 750 triệu đô la một năm để dọn dẹp nó sau đó?

• Nếu, điều này dường như đã rõ, Tyco không phải ở trong lĩnh vực làm ra các sản phẩm - mà trong lĩnh vực mua các công ty khác làm ra các sản phẩm đó - thì tại sao các chi

phí MORON của nó lại là "không định kỳ"? Liệu chúng có phải chỉ là một phần chi phí bình thường của Tyco để thực hiện công việc kinh doanh?

• Và với các chi phí kế toán cho các vụ tiếp quản đã qua vẫn cứ tiếp tục được chất lên lợi nhuận của mỗi năm, ai có thể nói cho bạn biết là năm tới sẽ là như thế nào?

Thực vậy, thậm chí một nhà đầu tư cũng không thể nói được là lợi nhuận trước đây của Tyco là bao nhiêu. Trong năm 1969, sau một cuộc xem xét kế toán của ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ, Tyco đã bổ sung hồi cố 270 triệu đồ la trong các chi phí MORON vào các chi phí năm 1998 - nghĩa là các chi phí "không định kỳ" đó đã xảy ra một cách thực sự định kỳ trong năm đó nữa. Cũng vào thời gian đó̩ công ty này đã sắp đặt lại các chi phí ban đầu được báo cáo là của năm 1999: MORON đã tụt xuống còn có 929 triệu đô la trong khi CHILLA tăng lên 507 triệu đô la.

Tyco rõ ràng là phát triển về quy mô̩ song liệu nó có phát triển về lợi nhuận không? Không một người ở bên ngoài nào có thể nói một cách chắc chắn là có.

KẾT LUẬN: Trong năm tài chính 2002, Tyco thua lỗ 9,4 tỷ đô la. Chứng khoán của công ty này, được đóng cửa ở mức 58,90 đô la vào cuối năm 2001, đã kết thúc năm 2002 ở mức 17,08 đô la - một sự sụt giảm 71% chỉ trong có 12 tháng[451].

CON SĂN SẮT NUỐT CON CÁ RÕ Ngày 10/1/2000, các công ty America Online, Inc. (AOL) và Time Warner Inc. đã thông báo là họ sẽ sáp nhập trong một vụ ban đầu được định giá ở mức là 156 tỷ đô la.

Tại thời điểm 31/12/1999, AOL có 10,3 tỷ đô la tài sản và doanh thu của công ty này trong 12 tháng trước đó lên đến 5,7 tỷ đô la. Mặt khác, Time Warner là một công ty lớn hơn nhiều theo bất cứ thước đo nào trừ một cái: định giá chứng khoán của nó. Do American Online đã gây ấn tượng mạnh mẽ đối với các nhà đầu tư chỉ đơn giản bằng cách tham gia vào ngành công nghiệp Internet, chứng khoán của công ty này được bán ở mức kỳ diệu là 164 lần lợi nhuận của nó. Còn chứng khoán của Time Warner, một cái túi chứa cả truyền hình cáp, phim ảnh, âm nhạc, tạp chí, thì được bán ở mức khoảng 50 lần lợi nhuận.

Khi công bố vụ sáp nhập này, cả hai công ty cùng gọi đó là một "cuộc sáp nhập chiến lược của những kẻ ngang hàng". Chủ tịch của Time Warner là Gerald M. Levin đã tuyên bố rằng §ẫcác cơ hội là vô hạn đối với bất kỳ ai có mối quan hệ với AOL Time Warner" - trên hết, ông ta nói thêm, là đối với các cổ đông của công ty.

Sướng mê người do chứng khoán của họ cuối cùng có thể nhận được dấu ấn của Internet đáng yêu, các cổ đông của Time Warner đã thông qua vụ sáp nhập một cách áp đảo. Song họ đã bỏ sót một vài điều:

• "Cuộc sáp nhập của những kẻ ngang hàng" được thiết kế nhằm mang đến cho các cổ đông của American Online 55% của công ty hợp nhất - mặc dù Time Warner lớn hơn gấp năm lần.

• Lần thứ hai trong vòng ba năm, ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ đang điều tra xem liệu American Online có tính toán một cách không phù hợp các chi phí tiếp thị.

• Gần một nửa tổng số tài sản của American Online trị giá 4,9 tỷ đô la được tạo nên từ các chứng khoán vốn cổ đông đã sẵn có để bán ra". Nếu như giá của các chứng khoán công nghệ được giao dịch chính thức mà tụt thì điều đó có thể sẽ quét sạch hầu hết nen tảng tài sản của công ty.

KẾT LUẬN: Ngày 11/1/2001, hai công ty này đã hoàn tất vụ sáp nhập của họ. AOL Time Warner Inc. đã mất 4,9 tỷ đô la trong năm 2001 và - trong một mất mát khổng lồ chưa từng được ghi nhận bao giờ đối với một doanh nghiệp - thêm 98,7 tỷ đô la nữa trong năm 2002. Hầu hết các mất mát là do sự giảm bớt giá trị của American Online. Đến cuối năm 2002, các cổ đông mà Levin đã dự báo các cơ hội "vô hạn" chẳng có gì để mà khoe ngoài việc mất 80% giá trị cổ phiếu của họ kể từ khi vụ sáp nhập được tuyên bố[452].

LIỆU BẠN CÓ THỂ ĐỂ TRƯỢT MẤT ĐẦU TƯ VÀO NHÀ TRẺ?

Ngày 20/5/1999, công ty eToys Inc. bán 8% cổ phần của mình ra công chúng. Bốn ngân hàng đầu tư có uy tín nhất của Phố Wall là Goldman, Sachs & Co.; BancBoston Robertson Stephens; Donaldson, Lufkin & Jenrette; và Merrill Lynch & Co. đã nhận bao tiêu 8,32 triệu cổ phiếu ở mức 20 đô la mỗi cái, tạo ra 166,4 triệu đô la. Chứng khoán lên giá rầm rầm, đóng cửa ở mức 76,5625 đô la, tăng 282,8 % ngay trong ngày giao dịch đầu tiên, ở mức giá này, eToys (với 102 triệu cổ phiếu) đã có một giá trị thị trường là 7,8 tỷ đô la[453].

Loại ngành nghè kinh doanh gì mà những người mua đã nhận được với cái giá đó? Doanh số của eToys đã tăng 4.261% trong năm trước đó, và nó bổ sung thêm 75.000 khách hàng chỉ trong quý gần nhất. Song trong 20 tháng tồn tại trong lĩnh vực kinh doanh của mình, eToys đã tạo ra một doanh số tổng cộng 30,6 triệu đô la, trên doanh số đó công ty đã chịu một khoản thua lỗ ròng là 30,8 triệu đô la, nghĩa là eToys đã phải chi 2 đô la để bán được 1 đồ la giá trị của đồ chơi.

Bản cáo bạch cho phát hành lần đầu ra công chúng cũng tiết lộ là eToys có thể sẽ sử dụng một phần số tiền thu được từ phát hành để thâu tóm thêm một doanh nghiệp online nữa là BabyCenter, Inc., một công ty đã lỗ 4,5 triệu đồ la trên doanh số 4,8 triệu đô la trong vòng một năm trước đó (để giành được "giải thưởng" này, eToys phải chi trả có 205 triệu đô la). Và eToys sẽ "dành ra" 40,6 triệu cổ phiếu thường để phát hành trong tương lai cho ban lãnh đạo của mình. Như vậy, nếu eToys đã từng bao giờ làm ra tiền, lợi nhuận ròng của nó sẽ phải được chia cho không phải là 102 triệu, mà là 143 triệu cổ phiếu - làm loãng bất kỳ một lợi tức tương lai trên một cổ phiếu nào đi gần một phần ba.

Một so sánh giữa eToys với Toys "R" Us, Inc. - đối thủ lớn nhất của nó - sẽ gây sốc. Trong 3 tháng trước đó, Toys "R" Us đã lãi 27 triệu đô la lợi nhuận ròng và đã bán được số hàng hóa

nhiều gấp 70 lần số hàng mà eToys đã bán trong cả năm. Song như hình 17-3 cho thấy, thị trường chứng khoán định giá eToys ở mức lớn hơn gãn 2 tỷ đô la so với Toys "R" Us.

KẾT LUẬN: Ngày 7/3/2001, eToys đệ đơn xin bảo hộ phá sản sau khi đầy các thua lỗ ròng lên trên 398 triệu đô la trong cuộc đời ngắn ngủi của nó ở vị trí một công ty đại chúng. Chứng khoán của công ty, đã từng lên đến đỉnh cao 86 đô la trên một cổ phiếu vào tháng 10/1999, cuối cùng chỉ còn được giao dịch ở mức 1 xu.

HÌNH 17-3: Câu chuyện đồ chơi

	eToys Inc. Năm tài chính kết thúc vào ngày 31/3/ 1999	**Toys "R" Us, Inc. Quý tài chính kết thúc vào ngày 1/5/1999**
Doanh số ròng	30	2166
Lợi nhuận ròng	(29)	27
Tiền mặt	20	289
Tổng tài sản có	31	8067
Trị giá thị trường của cổ phiếu thường (20/5/ 1999)	7780	5650

Tất cả số liệu tính theo triệu đô la.

Nguồn: các hồ sơ lưu trữ của SEC về các công ty.

CHƯƠNG 18 Một so sánh vẽ tám cặp công ty Trong chương này, chúng tôi sẽ thử một dạng trưng bày mới. Bằng cách chọn ra tám cặp công ty được xuất hiện bên cạnh nhau, hoặc gần như vậy, trong danh mục giao dịch chứng khoán, chúng tôi hy vọng sẽ làm rõ một cách cụ thể và sinh động một vài trong số rất nhiều tính chất, cơ cấu tài chính, chính sách, diễn biến kết quả hoạt động và bước thăng trầm của các doanh nghiệp, của đầu tư và thái độ đầu cơ được thấy trên diễn đàn tài chính trong những năm gần đây. Trong mỗi một so sánh, chúng tôi sẽ chỉ bình luận về các khía cạnh nào có ý nghĩa và tầm quan trọng đặc biệt.

Cặp 1: Real Estate Investment Trust (cửa hàng, văn phòng, nhà xưởng, v.v.) và Realty Equities Corp. của New York (đâu tư bất động sản, xây dựng chung) Trong so sánh thứ nhất này, chúng tôi không theo thứ tự ABC được dùng cho các cặp khác. Điều này có một ý nghĩa đặc biệt đối với chúng tôi, bởi nó dường như, một mặt, có thể tóm lược được tất cả những gì hợp lý, ổn định và nói chung là tốt trong các phương pháp truyền thống để quản lý tiền của người khác, tương phản với sự mở rộng hấp tấp, trò lừa gạt tài chính và các thay đổi đột ngột - trong công ty kia - được thấy quá thường xuyên trong các hoạt động của doanh nghiệp hiện nay. Hai doanh nghiệp có tên tương tự nhau, và trong nhiều năm chúng luôn bên nhau trong danh mục niêm yết của sở Giao dịch Chứng khoán Mỹ. Mã ký hiệu trên bảng báo điện tử của chúng là REI và REC cũng có thể dễ dàng gây nhầm lẫn. Song một trong hai công ty đó là một quỹ ủy thác trầm lặng ở vùng New England, được điều hành bởi ba người thụ ủy, với hoạt động đã được khởi sự từ gần một thế kỷ trước đây và cổ tức được chi trả liên tục từ năm 1889 đến nay. Công ty này trong suốt quãng thời gian đó vẫn duy trì cũng một kiểu đầu tư thận trọng, giới hạn sự mở rộng của mình bằng một tốc độ vừa phải và nợ của mình bằng một con số có thể dễ dàng xử lý được[454]ữ Còn công ty kia là doanh nghiệp đầu tư mạo hiểm tiêu biểu với sự tăng trưởng đột ngột, có trụ sở tại New York. Chỉ trong vòng có tám năm, công ty này đã thổi bùng tài sản của mình từ 6,2 triệu đô la lên 154 triệu đô la, và nợ của nó cũng tăng theo tỷ lệ như vậy. Công ty đã chuyển từ các hoạt động bất động sản thông thường sang sự pha tạp các vụ kinh doanh mạo hiểm mới, bao gồm hai đường đua, 74 rạp chiếu phim, ba hãng đại diện văn học, một công ty quan hệ công chúng, các khách sạn, các siêu thị và 26% cổ phần tại một công ty mỹ phẩm lớn (công ty này đã phá sản vào năm 1970)[455]. Tổ hợp các ngành kinh doanh mạo hiểm này là hợp với một biến thể tương ứng của các mưu kế doanh nghiệp, trong đó có:

Một cổ phiếu ưu đãi có quyền yêu cầu cổ tức năm là 7 đô la, nhưng mệnh giá danh nghĩa của nó chỉ có 1 đô la và nó chịu một khoản nợ ở mức 1 đô la trên một cổ phiếu.

Một giá trị cổ phiếu thường được công bố là 2,5 triệu đô la (1 đô la trên một cổ phiếu), thừa đủ để được bù đắp bởi một khoản khấu trừ 5,5 triệu đô la được coi là chi phí (giá) của 209.000 cổ phiếu quỹ được mua lại.

Ba xê-ri chứng chỉ quyền mua cổ phiếu, được quyền mua tổng cộng 1.578.000 cổ phiếu.

ít nhất là sáu loại cam kết nợ khác nhau, dưới dạng các khoản vay thế chấp bất động sản (mortgage), phiếu nợ, kỳ phiếu đại chúng (publicly held note), kỳ phiếu trả cho ngân hàng,

"giấy nợ, các khoản vay và các hợp đồng chi trả" ("notes, loans, and contracts payable"), và các khoản vay trả cho Cơ quan Quản lý doanh nghiệp nhỏ, tổng cộng lên đến hơn 100 triệu đô la vào tháng 3/1969. Thêm vào đó, công ty có các thuế thông thường và các tài khoản cần phải chi trả.

Hãy cho phép chúng tôi trước hết nêu một vài con số của hai doanh nghiệp khi chúng mới xuất hiện vào năm 1960 (bảng 18-1A). ở đây, chúng ta thấy là các cổ phiếu của Quỹ ủy thác REI được bán trên thị trường với giá gấp 9 lần tổng giá trị cổ phiếu của công ty REC. REI có nợ tương đối nhỏ hơn và tỷ số ròng trên gộp tốt hơn, nhưng giá cổ phiếu thường lại cao hơn so với lợi tức trên một cổ phiếu.

BẢNG 18-1A: Cặp 1. Real Estate Investment Trust so với Realty Equities Corp. trong năm 1960

	Real Estate Investment Trust	Realty Equities Corp. of New York
Tổng doanh thu	3.585.000	1.484.000
Lợi nhuận ròng	485.000	150.000
Lợi tức trên một cổ phiếu	0,66	0,47
Cổ tức trên một cổ phiếu	không	0,10
Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu	20,0	4,0
Phạm vi giá	20–12	5,375–4,75
Tổng tài sản có	22.700.000	6.200.000
Tổng tài sản nợ	7.400.000	5.000.000
Giá trị sổ sách của cổ phiếu thường	15.300.000	1.200.000
Giá trị thị trường trung bình của cổ phiếu thường	12.200.000	1.360.000

Ghi chú: các con số đều tính bằng đô la.

Trong bảng 18-1B, chúng tôi nêu tình hình của 8 năm sau. REI vẫn "duy trì tinh thần lặng lẽ của mình" trong việc tăng cả doanh thu lẫn lợi tức trên một cổ phiếu của mình lên khoảng ba phần tư [456]. Còn REC đã biến hình thành một cái gì đó quái dị và dễ bị tổn thương.

Phố Wall đã phản ứng như thế nào trước các diễn biến khác nhau đó? Bằng cách chú ý rất ít đến REI và chú ý rất nhiều đến REC. Năm 1968, chứng khoán của REC nhảy vọt từ 10 đô la lên 37,75 đô la và các chứng chỉ quyền mua niêm yết nhảy từ 6 đô la lên 36,5 đô la, trên tổng số bán ra là 2,42 triệu cổ phiếu. Trong lúc điều này đang diễn ra thì các cổ phiếu của REI điềm tĩnh tăng từ 20 đô la lên 30,25 đô la với một số lượng vừa phải. Bảng cân đối tháng 3 năm 1969 của REC là để thể hiện một giá trị tài sản chỉ có 3,41 đô la trên một cổ phiếu, dưới một phần mười mức giá cao nhất của nó trong năm đó. Giá trị sổ sách của REI là 20,85 đô la.

Điêu trở nên rõ ràng vào năm tiếp theo đó là không phải mọi thứ đều là tốt đẹp trong bức tranh của REC; và giá đã tụt xuống chỉ còn 9,5 đô la. Khi báo cáo của tháng 3 năm 1970 xuất hiện, các cổ đông chắc chắn đã phải cảm thấy là mình bị mắc chứng bệnh thần kinh khi họ đọc thấy là doanh nghiệp này đã chịu một khoản thiệt hại ròng 13,2 triệu đô la, tức là 5,17 đô la trên một cổ phiếu, hầu như là quét sạch vốn cổ đông mỏng manh trước đây của họ (con số thảm họa này đã bao gồm cả một khoản dự phòng 8,8 triệu đô la cho các thua lỗ đầu tư trong tương lai). Mặc dù vậy, các giám đốc đã dũng cảm (?) tuyên bố một khoản cổ tức bổ sung là 5 xu ngay sau khi năm tài chính kết thúc. Song còn nhiều gay go hơn nữa đang ở phía trước. Các nhà kiểm toán công ty đã từ chối xác nhận báo cáo tài chính cho năm 1969-70, và các cổ phiếu đã bị đình chỉ giao dịch tại sở Giao dịch Chứng khoán Mỹ. Tại thị trường phi tập trung, giá chào bán tụt xuống dưới 2 đô la trên một cổ phiếu[457].

BẢNG 18-1B: Cặp 1.

	Real Estate Investment Trust	Realty Equities Corp. của New York
Giá, 31/12/1968	26,5	32,5
Số lượng cổ phiếu thường	1.423.000	2.311.000 (tháng 3/ 1969)
Giá trị sổ sách của cổ phiếu thường, đô la	37.800.000	75.000.000
Ước tính giá trị thị trường của các chứng chỉ quyền mua, đô la	—	30.000.000a
Ước tính giá trị thị trường của các cổ phiếu thường và các chứng chỉ quyền mua, đô la	—	105.000.000
Nợ, đô la	9.600.000	100.800.000
Cổ phiếu ưu đãi	—	2.900.000
Tổng vốn hóa, đô la	47.400.000	208.700.000
Giá trị thị trường trên một cổ phiếu thường đã được điều chỉnh đối với các chứng chỉ quyền mua	—	45 (ước tính)
Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu, đô la	20,85 (tháng 11)	3,41
	Tháng 11/ 1968	Tháng 3/1969
Doanh thu (revenues), đô la	6.281.000	39.706.000
Ròng trước trả lãi, đô la	2.696.000	11.182.000
Chi phí lãi, đô la	590.000	6.684.000
Thuế thu nhập, đô la	58.000b	2.401.000
Cổ tức ưu đãi, đô la		174.000
Ròng đối với cổ phiếu thường, đô la	2.048.000	1.943.000
Các khoản đặc biệt, đô la	245.000 có	1.896.000 nợ
Ròng cuối cùng đối với cổ phiếu thường, đô la	2.293.000	47.000
Lợi tức trên một cổ phiếu trước khi tính các khoản đặc biệt, đô la	1,28 đô la	1,00 đô la
Lợi tức trên một cổ phiếu sau khi tính các khoản đặc biệt	1,45	0,20
Cổ tức trên cổ phiếu thường	1,20	0,30
Lợi nhuận gấp chi phí lãi (interest charges earned)	4,6 x	1,8 x

a Đây là các chứng chỉ quyền mua để mua 1,6 triệu cô phiếu hoặc nhiều hơn ở các mức giá khác nhau. Một phát hành được niêm yết được bán ở mức giá 30,5 đô la trên một chứng chỉ quyền mua.

b Với tư cách là một quỹ ủy thác bất động sản, doanh nghiệp này không phải chịu thuế thu nhập Liên bang năm 1968.

Các cổ phiếu của REI đã có sự dao động giá tiêu biểu sau năm 1969. Mức giá thấp trong năm 1970 là 16,5 đô la, sau đó được hồi phục lên 26,83 đô la vào đầu năm 1971. Lợi tức mới nhất được báo cáo là 1,50 đô la trên một cổ phiếu, và chứng khoán được bán ở mức cao hơn một cách vừa phải giá trị sổ sách năm 1970 của nó là 21,60 đô la. Phát hành này có lẽ được định giá hơi cao một chút tại mức giá kỷ lục của nó năm 1968, song các cổ đông đã được phục vụ một cách chân thực và tận tình bởi các nhà ủy thác của họ. Câu chuyện của REC là một câu chuyện hoàn toàn khác và thật đáng buồn.

Cặp 2: Air Products and Chemicals (khí công nghiệp và y tế, V.V$_{Ê}$) và Air Reduction Co. (khí công nghiệp và thiết bị công nghiệp; hóa chất).

Thậm chí còn hơn cả cặp đầu tiên của chúng tôi, hai công ty này giống nhau cả về tên lẫn lĩnh vực kinh doanh. Sự so sánh mà chúng gợi lên do vậy thuộc dạng thông thường trong phân tích chứng khoán, trong khi hầu hết các cặp khác của chúng tôi về bản chất là thuộc dạng khác thường hơn. "Products" là công ty mới hơn so với "Reduction", và năm 1969 nó có dưới một nửa tổng khối lượng của Reduction[458]. Mặc dù vậy, các phát hành vốn cổ đông được bán với giá cao hơn tổng cộng là 25% so với chứng khoán của Air Reduction. Như bảng 18-2 cho thấy, nguyên nhân có thể tìm thấy cả trong lợi nhuận cao hơn của Air Reduction và số liệu tăng trưởng mạnh hơn của nó. Chúng ta thấy ờ đây các hệ quả điển hình của sự thể hiện tốt hơn về "chất lượng". Air Products được bán ở mức gấp 16,5 lần lợi tức gần đây nhất của nó; so với có 9,1 lần của Air Reduction. Air Products cũng được bán cao hơn nhiều trên mức được hậu thuẫn bằng tài sản của nó, trong khi Air Reduction có thể được mua vào chỉ ở mức 75% giá trị sổ sách của nó[459]. Air Reduction chi trả một mức cổ tức hào phóng hơn; song điều đó có lẽ để phản ánh ao ước lớn hơn muốn Air Products duy trì lợi nhuận của mình. Ngoài ra, Air Reduction có một vị thế vốn lưu động thoải mái hơn. (Về điểm này, chúng tôi có thể nhận xét là một công ty có lợi nhuận có thể luôn đặt vị thế hiện tại của nó vào một dạng cụ thể bằng một dạng huy động vốn thường xuyên nào đó. Song theo các tiêu chuẩn của chúng tôi, Air Products dựa vào trái phiếu hơi nhiều).

BÁNG 18-2: Cặp 2.

	Air Products & Chemicals 1969	**Air Reduction 1969**
Giá, 31/12/1969	39,5	16,375
Số lượng cổ phiếu thường	5.832.000*(a)*	11.279.000
Giá trị thị trường của cổ phiếu thường, đô la	231.000.000	185.000.000
Nợ, đô la	113.000.000	179.000.000
Tổng vốn hóa tại giá thị trường, đô la	344.000.000	364.000.000
Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu, đô la	22,89	21,91
Doanh số, đô la	221.500.000	487.600.000
Lợi nhuận ròng, đô la	13.639.000	20.326.000
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1969, đô la	2,40	1,80
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1964, đô la	1,51	1,51
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1959, đô la	0,52	1,95
Mức trả cổ tức hiện tại, đô la	0,20	0,80
Cổ tức được chi trả kể từ năm	1954	1917
Các tỷ số:		
Giá/lợi tức	16,.5 x	9,1 x
Giá/Giá trị sổ sách	165,0%	75,0%
Tỷ suất cổ tức	0,5%	4,9%
Lợi nhuận ròng/ doanh số	6,2%	4,25%
Lợi tức/Giá trị sổ sách	11,0%	8,2%
Tài sản có hiện tại/tài sản nợ hiện tại	1,53 x	3,77 x
Vốn lưu động/nợ	0,32 x	0,85 x
Tốc độ tăng của lợi tức trên một cổ phiếu		
1969 so với 1964	+59%	+19%
1969 so với 1959	+362%	giảm

a Giả định có chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi.

Nếu một nhà phân tích được mời đến để chọn giữa hai công ty này, anh ta chắc hẳn không khó khăn gì trong việc đưa ra kết luận là triển vọng của Air Products có vẻ hứa hẹn hơn nhiều so với Air Reduction. Song liệu điều đó có làm cho Air Products trông hấp dẫn hơn ở mức giá tương đối cao hơn một cách đáng kể không? Chúng tôi ngờ là liệu câu hỏi này có được trả lời theo cách khẳng định hay không. Nói chung, Phố Wall đặt "chất lượng" cao hơn "số lượng" trong tư duy của mình, và có lẽ là đa số các nhà phân tích chứng khoán cũng sẽ lựa chọn một Air Products "tốt hơn" song đắt hơn so với một Air Reduction "tòi hơn" nhưng rẻ hơn. Liệu sự lựa chọn này là đúng hay sai sẽ phụ thuộc nhiều vào tương lai khó dự đoán trước được hơn là vào bất kỳ một nguyên tắc đầu tư có thể giải thích được nào. Trong trường hợp này, Air Reduction dường như thuộc về nhóm các công ty quan trọng nằm trong lớp có hệ số nhân thấp. Nếu, như các nghiên cứu được nêu ởtrên[460] có lẽ sẽ cho thấy, nhóm này về tổng thể có lẽ là cho kết quả tốt hơn so với các chứng khoán có hệ số nhân cao thì Air Reduction theo logic hợp lý sẽ phải được ưu tiên lựa chọn - song chỉ như là một phần của hoạt động đa dạng hóa. (Ngoài ra, một nghiên cứu kỹ lưỡng về các công ty riêng rẽ cũng có thể dẫn nhà phân tích đến một kết luận ngược lại; song đó chắc có lẽ sẽ do các nguyên nhân vượt ra ngoài những điều đã được phản ánh trong các kết quả thể hiện của quá khứ).

SUY DIỄN LOGIC: Air Products đã đứng dậy tốt hơn so với Air Reduction trong cuộc đổ vỡ năm 1970, với mức sụt giảm là 16% so với 24%. Tuy nhiên, Reduction đã thực hiện sự quay trở lại tốt hơn vào đầu năm 1971, tăng tới 50% trên mức đóng cửa năm 1969 của nó, so với 30% của Products. Trong trường hợp này, phát hành với hệ số nhân thấp đã có được ưu thế - ít nhất là tại thời điểm này[461].

Cặp 3: American Home Products Co. (thuốc men, mỹ phẩm, các sản phẩm gia dụng, bánh kẹo) và American Hospital Supply Co. (nhà phân phối và sản xuất các trang thiết bị bệnh viện) Đây là hai công ty có "đặc quyền kế nghiệp hàng tỷ đô la" vào cuối năm 1969, đại diện cho các khu vực khác nhau của "ngành công nghiệp y tế" đang phát triển nhanh chóng và vô cùng lợi nhuận. Chúng ta sẽ gọi các công ty này tương ứng là Home và Hospital. Số liệu chọn lọc về hai công ty này được nêu trong bảng 18-3. Chúng có các điểm thuận lợi giống nhau như sau: tăng trưởng tuyệt vời mà không có sự suy giảm nào kể từ năm 1958 (có nghĩa là sự ổn định lợi tức là 100%), và vị thế tài chính mạnh. Tốc độ tăng trưởng của Hospital cho đến tận cuối năm 1969 là cao hơn đáng kể so với Home. Mặt khác, Home tận hưởng một mức lợi nhuận tốt hơn đáng kể cả về doanh số lẫn lãi vốn[462] (thực vậy, tỷ suất lợi nhuận tương đối thấp của Hospital trên vốn của nó trong năm 1969 chỉ có 9,7%, làm dấy lên câu hỏi tò mò là doanh nghiệp thực sự có phải có lãi cao hay không, mặc dù nó có mức tăng trưởng đáng kể trong quá khứ về doanh số và lợi tức).

BẢNG 18-3: Cặp 3.

	American Home Products 1969	American Hospital Supply 1969
Giá, 31/12/1969	72	45,125
Số lượng cổ phiếu thường	52.300.000	33.600.000
Giá trị thị trường của cổ phiếu thường, đô la	3.800.000.000	1.516.000.000
Nợ, đô la	11.000.000	18.000.000
Tổng vốn hóa tại giá thị trường, đô la	3.811.000.000	1.534.000.000
Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu, đô la	5,73	7,84
Doanh số, đô la	1.193.000.000	446.000.000
Lợi nhuận ròng, đô la	123.300.000	25.000.000
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1969, đô la	2,32	0,77
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1964, đô la	1,37	0,31
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1959, đô la	0,92	0,15
Mức trả cổ tức hiện tại, đô la	1,40	0,24
Cổ tức được chi trả kể từ năm	1919	1947
Các tỷ số:		
Giá/lợi tức	31,0 x	58,5 x
Giá/Giá trị sổ sách	1250,0%	575,0%
Tỷ suất cổ tức	1,9%	0,55%
Lợi nhuận ròng/doanh số	10,7%	5,6%
Lợi tức/Giá trị sổ sách	41,0%	9,5%
Tài sản có hiện tại/tài sản nợ hiện tại	2,6 x	4,5 x
Tốc độ tăng của lợi tức trên một cổ phiếu		
1969 so với 1964	+75%	+142%
1969 so với 1959	+161%	+405%

Khi giá so sánh được tính đến, Home tạo cơ hội tốt hơn về tiền bạc xét về mặt lợi tức và cổ tức hiện tại (hoặc quá khứ). Giá trị sổ sách rất thấp của Home cho thấy sự mơ hồ cơ bản hay là mâu thuẫn trong phân tích cổ phiếu thường. Một mặt, điều đó có ý nghĩa là công ty này hiện đang cho một tỷ suất lợi nhuận cao trên vốn của nó; điều này nói chung là một dấu hiệu của sức mạnh và phát đạt. Mặt khác, điều này cũng có nghĩa là nhà đầu tư ở mức giá hiện tại có lẽ sẽ đặc biệt dễ tổn thương đối với bất cứ một thay đổi bất lợi nào về tình hình lợi nhuận của công ty. Do chứng khoán của Hospital được bán ở mức gấp 4 lần giá trị sổ sách của nó trong năm 1969, nên nhận xét thận trọng này cần phải được áp dụng cho cả hai công ty này.

CÁC KẾT LUẬN: Quan điểm rõ ràng của chúng tôi sẽ là cả hai công ty đêu quá "giàu" ở mức giá hiện tại của họ để có thể được xem xét bởi một nhà đầu tư nào đã quyết định theo đuổi các ý tưởng của chúng tôi về cách lựa chọn thận trọng. Điều đó không có nghĩa là các công ty đó là không hứa hẹn. Vấn đề là ở chỗ, đúng hơn là giá của chúng chứa đựng giá nhiều "hứa hẹn" và quá ít kết quả thực sự. Nếu cộng cả hai doanh nghiệp này lại, giá của năm 1969 cho thấy gần 5 tỷ đô la của sự đặc quyền kế nghiệp. Liệu phải cần bao nhiêu năm có mức lợi tức tương lai tuyệt vời để "hiện thực hóa" được nhân tố đặc quyền kế nghiệp đó dưới dạng cổ tức và các tài sản hữu hình?

TÁC ĐỘNG NGẮN HẠN: Vào cuối năm 1969, thị trường chắc hẳn là đã nghĩ một cách tích cực hơn về các triển vọng lợi nhuận của Hospital so với Home, do bởi thị trường đã cho Hospital một hệ số nhân lớn gấp đôi so với Home. Như điều này đã xảy ra, phát hành chứng khoán được ưa thích này đã cho thấy một mức suy giảm rất nhỏ về lợi tức trong năm 1970, trong khi Home mang đến một mức lợi nhuận đáng kể là 8%. Giá thị trường của Hospital đã phản ứng một cách khá mạnh mẽ đối với sự thất vọng trong một năm đó. Nó được bán ở mức giá 32 đô la vào tháng 2 năm 1971 - một thua lỗ khoảng 30% so với mức đóng cửa năm 1969 - trong khi Home được định giá ở mức cao hơn một chút so với mức tương ứng của nó[463].

Cặp 4: H & R Block, Inc. (dịch vụ thuế thu nhập) và Blue Bell, Inc., (nhà sản xuất quân áo lao động, đông phục, v.v.) Các công ty này đèu là những kẻ tương đối mới gia nhập Sở Giao dịch Chứng khoán New York, nơi mà họ đại diện cho hai loại "câu chuyện thành công" rất khác nhau. Blue Bell đi lên bằng con đường gian khổ trong một ngành công nghiệp có tính cạnh tranh rất cao đề rồi cuối cùng nó trở thành nhân tố lớn nhất. Lợi nhuận của công ty này có phần nào dao động theo tình hình của ngành, song sự tăng trưởng của công ty bắt đầu ấn tượng từ năm 1965. Hoạt động của công ty có từ năm 1916 và thành tích chi trả cổ tức liên tục có từ năm 1923. Vào thời điểm cuối năm 1969, thị trường chứng khoán không cho thấy một sự hào hứng nào đối với phát hành này, bằng cách cho nó tỷ số giá/lợi tức chỉ có 11 lần so với con số khoảng 17 đối với chỉ số tổng hợp s & p.

Ngược lại, sự đi lên của H & R Block lại nhanh như sao băng. Các con số được công bố của công ty này chỉ bắt đầu vào năm 1961, khi mà công ty kiếm được 83.000 đô la trên doanh thu là 610.000 đô la. Song tám năm sau đó; theo thời điểm so sánh của chúng tôi, doanh thu

của nó vọt lên đến 53,6 triệu đô la và lợi nhuận ròng lên đến 6,3 triệu đô la. Vào thời điểm đó thì thái độ của thị trường đối với công ty có kết quả tốt đẹp này là say mê hoàn toàn. Mức giá 55 đô la cuối năm 1969 là cao gấp 100 lần mức lợi tức 12 tháng được báo cáo gần nhất - tất nhiên đó là mức cao nhất tính đến thời điểm đó. Tổng giá trị thị trường 300 triệu đô la của phát hành chứng khoán là gấp gần 30 lần tài sản hữu hình đứng sau các cổ phiếu đó[464]. Đây là điều hầu như chưa bao giờ được nghe thấy trong biên niên sử các cuộc định giá nghiêm túc của thị trường chứng khoán (vào lúc đó IBM được bán ở mức gấp 9 lần còn Xerox được bán ở mức gấp 11 lần giá trị sổ sách).

BẢNG 18-4: Cặp 4.

	H & R Block 1969	Blue Bell 1969
Giá, 31/12/1969	55	49,75
Số lượng cổ phiếu thường	5.426.000	1.802.000a
Giá trị thị trường của cổ phiếu thường, đô la	298.000.000	89.500.000
Nợ, đô la	—	17.500.000
Tổng vốn hóa tại giá thị trường, đô la	298.000.000	107.000.000
Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu, đô la	1,89	34,54
Doanh số, đô la	53.600.000	202.700.000
Lợi nhuận ròng, đô la	6.380.000	7.920.000
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1969, đô la	0,51 (tháng 10)	4,47
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1964, đô la	0,07	2,64
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1959, đô la	—	1,80
Mức trả cổ tức hiện tại, đô la	0,24	1,80
Cổ tức được chi trả kể từ năm	1962	1923
Các tỷ số:		
Giá/lợi tức	108,0 x	11,2 x
Giá/Giá trị sổ sách	2920%	142%
Tỷ suất cổ tức	0,4%	3,6%
Lợi nhuận ròng/doanh số	11,9%	3,9%
Lợi tức/Giá trị sổ sách	27%	12,8%
Tài sản có hiện tại/tài sản nợ hiện tại	3,2 x	2,4 x
Vốn lưu động/nợ	không có nợ	3,75 x
Tốc độ tăng của lợi tức trên một cổ phiếu		
1969 so với 1964	+630%	+68%
1969 so với 1959	—	+148%

a Giả định có chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi.

Bảng 18-4 của chúng tôi nêu sự trái ngược khác thường về định giá so sánh giữa Block và Blue Bell theo các con số bằng đô la và bằng tỷ số. Đúng là Block cho thấy mức lợi nhuận trên một đô la vốn gấp hai lần của Blue Bell, và tốc độ tăng trưởng theo tỷ lệ phần trăm về lợi tức trong vòng năm năm qua (từ hầu như là không có gì) cao hơn nhiều. Song về mặt chứng khoán, Blue Bell được bán với mức giá thấp hơn một phần ba tổng giá trị của Block, mặc dù Blue Bell thực hiện kinh doanh lớn gấp bốn lần, kiếm được lợi nhuận gấp 2,5 lần đối với chứng khoán của nó, có đầu tư hữu hình lớn gấp 5,5 lần và cho một mức tỷ suất cổ tức lên gấp chín lần so với giá.

CÁC KẾT LUẬN NGỤ Ý: Một nhà phân tích có kinh nghiệm chắc hẳn sẽ phải thừa nhận xung lượng lớn đối với Block, hàm ý là có các triển vọng tuyệt vời đối với tăng trưởng tương lai. Anh ta có thể có một vài e ngại về các mối nguy hiểm của sự cạnh tranh mạnh mẽ trong lĩnh vực dịch vụ thuế thu nhập, do sự quyến rũ bởi tỷ suất lợi nhuận trên vốn khá cao được thực hiện bởi Block[465]. Song lưu tâm đến sự thành công kéo dài của những công ty xuất chúng như Avon Products trong các lĩnh vực có tính cạnh tranh cao, anh ta chắc hẳn là sẽ do dự khi dự đoán về sự chuyển sang nằm ngang một cách nhanh chóng của đường cong tăng trưởng của Block. Mối quan tâm chính của anh ta có lẽ sẽ đơn giản chỉ là liệu sự định giá 300 triệu đô la đối với công ty này đã tính được đủ toàn bộ giá trị hay có lẽ đã định giá cao quá mức tất cả những gì mà người ta có thể kỳ vọng một cách hợp lý vào doanh nghiệp tuyệt vời này. Ngược lại, nhà phân tích chắc hẳn sẽ chẳng mấy khó khăn khi tiến cử Blue Bell như một công ty khả quan, được định giá một cách khá thận trọng.

DIỄN BIẾN ĐẾN THÁNG 3 NĂM 1971: Tình trạng hầu như hoảng loạn của năm 1970 đã chặt đi một phần tư giá của Blue Bell và khoảng một phần ba giá của Block. Sau đó cả hai công ty đã tham gia cuộc phục hồi khác thường của toàn bộ thị trường. Giá của Block đã tăng lên đến 75 đô la vào tháng 2/1971, song Blue Bell thậm chí còn tiến xa hơn nhiều - tới một mức tương đương với 109 đô la (sau sự chia tách cổ phiếu 2 thành 3). Rõ ràng là Blue Bell đã chứng tỏ là một món hàng tốt hơn so với Block vào cuối năm 1969. Song thực tế là Block đã có thể tăng khoảng 35% từ giá trị rõ ràng là đã được thổi phồng cho thấy rằng chắc hẳn các nhà phân tích và các nhà đầu tư đã lo lắng đến mức nào khi bán khống các công ty khả quan - hoặc bằng lời nói hoặc bằng việc làm - bất kể giá niêm yết của nó có thể cao tới mức nào[466].

Cặp 5: International Flavors & Fragrances (gia vị, V.VỆ, cho các doanh nghiệp khác) và International Harvester Co. (sản xuất xe tải, máy nông nghiệp, máy xây dựng) So sánh này hẳn sẽ phải đem lại hơn cả một điều bất ngờ. Ai cũng biết đến International Harvester, một trong 30 doanh nghiệp khổng lồ trong chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones[467]. Bao nhiêu người trong các bạn đọc của chúng tôi đã từng nghe nói đến International Flavors & Fragrances, người hàng xóm ngay bên cạnh Harvester trên danh mục niêm yết của thị trường chứng khoán New York? Song thật lý thú là vào cuối năm 1969, IFF đã bán được tổng giá trị thị trường lớn hơn so với Harvester - 747 triệu đô la so với 710 triệu đô la. Điều này còn đáng ngạc nhiên hơn nữa khi người ta biết rằng Harvester có vốn cổ phiếu gấp 17 lần Flavors

và doanh số năm gấp 27 lần. Thực vậy, chỉ mới ba năm trước đó, lợi tức ròng của Harvester còn lớn hơn cả doanh số năm 1969 của Flavors! Sự bất tương xứng khác thường đó đã diễn tiến như thế nào? Câu trả lời nằm trong hai từ thần diệu: khả năng lợi nhuận và tăng trưởng. Flavors đã cho một kết quả xuất sắc đối với cả hai tiêu chí này, trong khi mọi thứ của Harvester thì đều đáng được cải thiện hơn.

Câu chuyện này được kể lại trong bảng 18-5. ở đây, chúng ta thấy Flavors với một mức lợi nhuận gây xôn xao là 14,3% doanh số (trước thuế thu nhập thì con số đó sẽ là 23%), so với chỉ có 2,6% của Harvester. Tương tự, Flavors kiếm được 19,7% trên lai vốn của nó so với mức không thỏa đáng 5,5% mà Harvester kiếm được. Trong năm năm, lợi tức ròng của Flavors đã tăng gần gấp đôi, trong khi lợi tức ròng của Harvester hầu như đứng nguyên tại chỗ. Giữa năm 1969 và 1959, sự so sánh cũng cho con số tương tự như vậy. Những sự chênh lệch như vậy về kết quả hoạt động dẫn đến sự khác nhau tiêu biểu về định giá của thị trường chứng khoán. Flavors được bán trong năm 1969 ở mức gấp 55 lần lợi tức được báo cáo cuối cùng của nó; còn Harvester thì chỉ có 10,7 lần. Một cách tương ứng, Flavors được định giá ở mức 10,4 lần giá trị sổ sách của nó; trong khi Harvester được bán ở mức chiết khấu 41% giá trị ròng của nó.

BẢNG 18-5: Cặp 5.

	International Flavors & Fragrances 1969	International Harvester 1969
Giá, 31/12/1969	65,5	24,75
Số lượng cổ phiếu thường	11.400.000	27.329.000
Giá trị thị trường của cổ phiếu thường, đô la	747.000.000	710.000.000
Nợ, đô la	4.000.000	313.000.000
Tổng vốn hóa tại giá thị trường, đô la	751.000.000	1.023.000.000
Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu, đô la	6.29	41.70
Doanh số, đô la	94.200.000	2.652.000.000
Lợi nhuận ròng, đô la	13.540.000	63.800.000
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1969, đô la	1,19	2,30
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1964, đô la	0,62	3,39
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1959, đô la	0,28	2.83
Mức trả cổ tức hiện tại, đô la	0,50	1,80
Cổ tức được chi trả kể từ năm	1956	1910
Các tỷ số:		
Giá/lợi tức	55,0 x	10,7 x
Giá/Giá trị sổ sách	1050,0%	59,0%
Tỷ suất cổ tức	0,9%	7,3%
Lợi nhuận ròng/doanh số	14,3%	2,6%
Lợi tức/Giá trị sổ sách	19,7%	5,5%
Tài sản có hiện tại/tài sản nợ hiện tại	3,7 x	2,0 x
Vốn lưu động/nợ	lớn	1,7 x
Lợi nhuận gấp chi phí lãi (interest earned)	—	(trước thuế) 3,9 x
Tốc độ tăng của lợi tức trên một cổ phiếu		
1969 so với 1964	+93%	+9%
1969 so với 1959	+326%	+39%

NHẬN XÉT VÀ KẾT LUẬN: Điêu đầu tiên cần nhận xét là thành công trên thị trường của Flavors dựa hoàn toàn vào việc phát triển ngành nghề kinh doanh chính của nó, và không có liên quan gì đến việc sử dụng các mánh khóe kiếm lời, các chương trình thâu tóm và tiếp quản, các cấu trúc vốn hóa mất cân xứng nặng trên nhẹ dưới, và các thông lệ thực hành quen thuộc khác của Phố Wall trong những năm gần đây. Công ty này đã bám chắc vào sự đan dệt chặt chẽ có tính lợi nhuận cực kỳ cao, và đó hầu như là toàn bộ câu chuyện của nó. Số liệu của Harvester thì lại dấy lên một loạt câu hỏi hoàn toàn khác, song các câu hỏi đó cũng không có gì liên quan đến "tài chính bậc cao". Tại sao có quá nhiều công ty xuất sắc lại trở thành tương đối kém lợi nhuận ngay cả trong nhiều năm của thời phát đạt chung? Cái gì là ưu thế của việc thực hiện một công việc kinh doanh trên 2,5 tỷ đô la nếu như doanh nghiệp không thể kiếm đủ lợi nhuận để bảo đảm cho đầu tư của các cổ đông? Chúng tôi không phải là người kê đơn cho việc giải quyết vấn đề này. Song chúng tôi luôn yêu cầu là không chỉ ban lãnh đạo mà các cổ đông bình thường cũng phải ý thức được là vấn đê này tồn tại và nó đòi hỏi những bộ óc tốt nhất và những nỗ lực cao nhất có thể để xử lý được nó[468]. Xét từ quan điểm lựa chọn chứng khoán thường, cả hai phát hành này đều không thỏa mãn các tiêu chí của chúng tôi về một đầu tư vững chắc, tương đối hấp dẫn và được định giá một cách vừa phải. Flavors là một công ty thành đạt xuất sắc điển hình, song được định giá một cách hoang toàng, kết quả thể hiện của Harvester là quá ư xoàng xĩnh để có thể biến chứng khoán này thành hấp dẫn ngay cả ở mức giá hạ của nó (rõ ràng là còn có những giá trị tốt hơn có thế có trong nhóm được định giá vừa tương đối kém lợi nhuận ngay cả trong nhiều năm của thời phát đạt chung? Cái gì là ưu thế của việc thực hiện một công việc kinh doanh trên 2,5 tỷ đô la nếu như doanh nghiệp không thể kiếm đủ lợi nhuận để bảo đảm cho đầu tư của các cổ đông? Chúng tôi không phải là người kê đơn cho việc giải quyết vấn đề này. Song chúng tôi luôn yêu cầu là không chỉ ban lãnh đạo mà các cổ đông bình thường cũng phải ý thức được là vấn đê này tồn tại và nó đòi hỏi những bộ óc tốt nhất và những nỗ lực cao nhất có thể để xử lý được nó[468]. Xét từ quan điểm lựa chọn chứng khoán thường, cả hai phát hành này đều không thỏa mãn các tiêu chí của chúng tôi về một đầu tư vững chắc, tương đối hấp dẫn và được định giá một cách vừa phải. Flavors là một công ty thành đạt xuất sắc điển hình, song được định giá một cách hoang toàng, kết quả thể hiện của Harvester là quá ư xoàng xĩnh để có thể biến chứng khoán này thành hấp dẫn ngay cả ở mức giá hạ của nó (rõ ràng là còn có những giá trị tốt hơn có thế có trong nhóm được định giá vừa tương đối kém lợi nhuận ngay cả trong nhiều năm của thời phát đạt chung? Cái gì là ưu thế của việc thực hiện một công việc kinh doanh trên 2,5 tỷ đô la nếu như doanh nghiệp không thể kiếm đủ lợi nhuận để bảo đảm cho đầu tư của các cổ đông? Chúng tôi không phải là người kê đơn cho việc giải quyết vấn đề này. Song chúng tôi luôn yêu cầu là không chỉ ban lãnh đạo mà các cổ đông bình thường cũng phải ý thức được là vấn đê này tồn tại và nó đòi hỏi những bộ óc tốt nhất và những nỗ lực cao nhất có thể để xử lý được nó[468]. Xét từ quan điểm lựa chọn chứng khoán thường, cả hai phát hành này đều không thỏa mãn các tiêu chí của chúng tôi về một đầu tư vững chắc, tương đối hấp dẫn và được định giá một cách vừa phải. Flavors là một công ty thành đạt xuất sắc điển hình, song được định giá một cách hoang toàng, kết quả thể

hiện của Harvester là quá ư xoàng xĩnh để có thể biến chứng khoán này thành hấp dẫn ngay cả ở mức giá hạ của nó (rõ ràng là còn có những giá trị tốt hơn có thể có trong nhóm được định giá vừa phải).

ẢNH HƯỞNG ĐẾN NĂM 1971: Mức giá thấp của Harvester vào cuối năm 1969 đã bảo vệ cho nó khỏi bị rớt giá nhiều hơn nữa trong cuộc đổ vỡ tồi tệ của năm 1970. Nó chỉ mất thêm có 10%. Flavors thì cho thấy là dễ bị tổn thương hơn và giảm xuống còn 45 đô la, sụt giảm tới 30%. Trong cuộc phục hồi sau đó, cả hai đều tăng giá cao hơn khá nhiều mức đóng cửa năm 1969 của chúng, song chẳng bao lâu sau đó, Harvester lại rớt trở lại xuống còn 25 đô la.

Cặp 6: McGraw Edison (tiện ích và thiết bị công cộng; đô dùng gia đình), McGraw-Hill, Inc. (sách, phim ảnh, các hệ thống dạy học; xuất bản tạp chí và báo; các dịch vụ thông tin)Ệ Cặp này có tên tương tự nhau - đôi khi chúng tôi sẽ gọi chúng là Edison và Hill - là hai doanh nghiệp lớn và thành đạt trong các lĩnh vực khác xa nhau. Chúng tôi chọn ngày 31/12/1968 là thời điểm so sánh, được nêu tại bảng 18-6. Các phát hành được bán ra ở mức gần bằng nhau, song do Hill có lượng vốn hóa lớn hơn, nó được định giá ở mức gần gấp đôi con số của công ty kia. Sự chênh lệch này chắc có lẽ là hơi đáng ngạc nhiên, bởi vì Edison có doanh số cao hơn khoảng 50% và lợi tức ròng lớn hơn khoảng một phần tư. Do vậy, chúng tôi thấy là tỷ số quan trọng then chốt - đó là hệ số nhân của lợi tức - của Hill gấp hơn hai lần so với của Edison. Hiện tượng này có lẽ chủ yếu được giải thích bằng sự tiếp tục tồn tại của sự hăng hái và say mê mạnh mẽ mà thị trường biểu lộ đối với cổ phiếu của các công ty xuất bản sách, một số công ty trong số đó đã được đưa ra giao dịch đại chúng vào cuối những năm 1960[469].

Thực vậy, đến cuối năm 1968 thì rõ ràng là sự hăng hái này đã cao quá mức. Các cổ phiếu của Hill được bán ở mức giá 56 đô la trong năm 1967, gấp hơn 40 lần lợi tức vừa được báo cáo cho năm 1966. Song một sự sụt giá nhỏ đã xảy ra trong năm 1967 và giá tiếp tục rớt trong năm 1968. Như vậy, hệ số cao hiện tại là 35 đã được áp dụng đối với một công ty mà trong hai năm liên đã thể hiện mức lợi nhuận sụt giảm. Mặc dù vậy, chứng khoán này vẫn được định giá ở mức gấp 8 lần hậu thuẫn tài sản hữu hình của nó, cho thấy là thành phần đặc quyền kế nghiệp không thấp hơn 1 tỷ đô la bao nhiêu! Như vậy cái giá này dường như là thể hiện - theo câu nói nổi tiếng của Tiến sĩ Johnson - "hy vọng đã thắng kinh nghiệm".

Ngược lại, McGraw Edison có lẽ là đã được định giá ở mức vừa phải so với mức giá chung (cao) của thị trường và so với kết quả hoạt động và vị thế tài chính của công ty.

BÀNG 18-6: Cặp 6.

	McGraw Edison 1968	McGraw-Hill 1968
Giá, 31/12/1968	37,625	39,75
Số lượng cổ phiếu thường	13.717.000	24.200.000a
Giá trị thị trường của cổ phiếu thường, đô la	527.000.000	962.000.000
Nợ, đô la	6.000.000	53.000.000
Tổng vốn hóa tại giá thị trường, đô la	533.000.000	1.015.000.000
Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu, đô la	20,53	5,00
Doanh số, đô la	568.600.000	398.300.000
Lợi nhuận ròng, đô la	33.400.000	26.200.000
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1968, đô la	2,44	1,13
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1964, đô la	1,20	0,66
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1958, đô la	1,02	0,46
Mức trả cổ tức hiện tại, đô la	1,40	0,70
Cổ tức được chi trả kể từ năm	1934	1937
Các tỷ số:		
Giá/lợi tức	15,5 x	35,0 x
Giá/Giá trị sổ sách	183,0%	795,0%
Tỷ suất cổ tức	3,7%	1,8%
Lợi nhuận ròng/doanh số	5,8%	6,6%
Lợi tức/Giá trị sổ sách	11,8%	22,6%
Tài sản có hiện tại/tài sản nợ hiện tại	3,95 x	1,75 x
Vốn lưu động/nợ	lớn	1,75 x
Tốc độ tăng của lợi tức trên một cổ phiếu		
1968 so với 1963	+104%	+71%
1968 so với 1958	+139%	+146%

ẢNH HƯỞNG CHO ĐẾN ĐẦU NĂM 1971: Sự sụt giảm lợi tức của McGraw-Hill vẫn tiếp tục suốt năm 1969 và 1970, rớt xuống còn 1,02 đô la và sau đó là 0,82 đô la trên một cổ phiếu. Trong cuộc sụp đổ tháng 5 năm 1970, giá của chứng khoán này đã chịu đựng một sự sụp đổ mang tính tàn phá xuống còn 10 đô la - chỉ còn chưa đầy một phần năm con số của hai năm trước đó. Sau đó nó đã có một sự phục hồi đáng kể, song mức cao 24 đô la trong tháng 5 năm 1971 vẫn chỉ bằng có 60% của giá đóng cửa năm 1968. McGraw Edison thể hiện mình một cách tốt đẹp hơn - giảm xuống còn 22 đô la trong năm 1970 và sau đó phục hồi hoàn toàn về 41,5 đô la vào tháng 5 năm 1971 [470].

McGraw-Hill vẫn tiếp tục là một công ty mạnh và phát đạt. Song lịch sử giá cả của nó - cũng giống như rất nhiều các trường hợp khác - đã nêu một ví dụ về các mối nguy hại của đầu cơ đối với các chứng khoán như vậy mà Phố Wall tạo ra qua những làn sóng vô kỷ luật của sự lạc quan và bi quan.

Cặp 7: National General Corp. (một công ty tổ hợp lớn) và National Presto Industries (các đồ điện gia đình đa dạng, quân nhu) Hai công ty này gợi ra một sự so sánh chủ yếu là vì chúng quá khác nhau. Hãy cho phép chúng tôi gọi chúng là "General" và "Presto". Chúng tôi đã lựa chọn thời điểm cuối năm 1968 cho nghiên cứu của mình bởi vì các vụ bút toán gạch sổ (write-off) do General thực hiện trong năm 1969 đã làm cho các con số của năm đó trở nên quá ư lẫn lộn. Toàn bộ hương vị của các hoạt động trải rộng khắp của General khó có thể được thưởng thức một năm trước đó, song nó đã là một công ty tổ hợp (conglomerate) đủ lớn đối với vị giác của bất kỳ ai. Một mô tả súc tích trong Hướng dẫn chứng khoán của Standard & Poor's nêu "chuỗi rạp hát trên khắp đất nước; sản xuất phim ảnh và chương trình truyền hình; các hoạt động tiết kiệm và vay nợ,[É] xuất bản sách". Ta có thể thêm vào các hoạt động này, khi đó và sau này, "bảo hiểm, ngân hàng đầu tư, ghi âm, phát hành âm nhạc, các dịch vụ tự động hóa, bất động sản - và 35% của công ty Performance Systems (tên mới đổi gần đây từ tên cũ Minnie Pearl's Chicken System Inc.)". Presto cũng theo đuổi một chương trình đa dạng, song so với General thì đó thực sự chỉ ở mức độ vừa phải. Khởi đầu là một nhà sản xuất hàng đầu các nồi áp suất, công ty này đã tỏa ra các lĩnh vực thiết bị điện gia đình khác. Mặt khác, công ty này cũng tiếp nhận một loạt các hợp đồng cung cấp quân nhu cho Chính phủ Mỹ.

Bảng 18-7 của chúng tôi tóm tắt kết quả thể hiện của các công ty này vào cuối năm 1968. Cơ cấu vốn của Preston là đơn giản nhất có thể - không có gì khác ngoài 1.478.000 cổ phần ở dạng cổ phiếu thường, được bán trên thị trường với số tiền 58 triệu đô la. Ngược lại, General có nhiều hơn gấp hai lần số cổ phần ở dạng cổ phiếu thường, cộng với một phát hành cổ phiếu ưu đãi chuyên đổi, cộng thêm với ba phát hành chứng chỉ quyền mua có quyền gọi mua một số lượng khổng lồ cổ phiếu thường, cộng thêm với một phát hành cao chót vót các trái phiếu chuyển đổi (được đưa ra để đổi lấy chứng khoán của một công ty bảo hiểm), cộng với một số lượng khá lớn các trái phiếu không chuyên đổi. Tất cả các thứ này đã bổ sung tổng cộng một lượng vốn hóa thị trường là 534 triệu đô la, chưa tính đến một phát hành các trái phiếu chuyển đổi đang được chuẩn bị, và là 750 triệu đô la nếu tính cả phát hành đó.

Mặc dù National General có lượng vốn hóa lớn hơn rất nhiều, công ty này đã thực hiện công việc kinh doanh thực sự là kém lợi nhuận hơn nhiều so với Presto trong các năm tài chính, và nó chỉ có được 75% mức lợi nhuận ròng của Presto.

Việc xác định giá trị thị trường thực sự của vốn hóa bằng cổ phiếu thường của General nêu lên một vấn đề khá thú vị cho các nhà phân tích chứng khoán và có những hệ lụy quan trọng đối với bất kỳ ai quan tâm đến chứng khoán dựa trên bất kỳ cơ sở nào có tính nghiêm túc hơn là một sự đánh bạc công khai. Trái phiếu ưu đãi chuyển đổi tương đối nhỏ 4,5 đô la có thể được lưu tâm đến bằng cách giả định chuyển đổi nó thành cổ phiếu thường khi cổ phiếu thường này được bán ở mức hợp lý của thị trường. Chúng tôi sẽ làm điều này trong bảng 18-7. Song các chứng chỉ quyền mua đòi hỏi một cách xử lý khác hơn. Khi tính toán cơ sở của sự "pha loãng hoàn toàn", công ty này đã giả thiết là thực hiện yêu cầu của tất cả các chứng chỉ quyền mua, và sử dụng số tiền thu được đó vào khoản trả nợ, cộng với việc sử dụng khoản dư để mua vào cổ phiếu thường ở mức giá thị trường. Các giả định này thực sự hầu như không gây ra một tác động nào đối với lợi tức trên một cổ phiếu trong niên lịch 1968 - được báo cáo là 1,51 đô la cả trước và sau khi tính tới pha loãng. Chúng tôi xem cách xử lý này là không hợp lý và không hiện thực. Như chúng ta thấy, các chứng chỉ quyền mua là một phần của "gói cổ phiếu thường" và giá trị thị trường của chúng là một phần của "giá trị thị trường hiệu dụng" ("effective market value") của thành phần cổ phiếu thường trong vốn (xem phân tích của chúng tôi về điểm này tại trang 464 ở trên). Kỹ thuật đơn giản bổ sung thêm giá thị trường của các chứng chỉ quyền mua vào giá của cổ phiếu thường này có một tác động lớn đến kết quả thể hiện của National General vào cuối năm 1968, như xuất hiện từ tính toán trong bảng 18-7. Thực vậy, "giá trị thị trường thực sự" của các cổ phiếu thường hóa ra là gấp hơn hai lần so với con số niêm yết. Do đó, hệ số thực của lợi tức năm 1968 là gấp hơn hai lần - lên đến một con số thực sự vô lý là 69 lần. Giá trị thị trường tổng cộng của cổ phiếu thường khi đó trở thành 413 triệu đô la, tức là gấp hơn ba lần tài sản hữu hình được nêu.

BÀNG 18-7: Cặp 7.

	National General 1968	National Presto Industries 1968
Giá, 31/12/1968	44,25	38,625
Số lượng cổ phiếu thường	4.330.000 (a)	1.478.000
Giá trị thị trường của cổ phiếu thường, đô la	192.000.000	58.000.000
Bổ sung trị giá thị trường của 3 phát hành chứng chỉ quyền mua	221.000.000	—
Tổng trị giá thị trường của cổ phiếu thường và chứng chỉ quyền mua	413.000.000	—
Các phát hành hạng trên	121.000.000	—
Tổng vốn hóa tại giá thị trường, đô la	534.000.000	58.000.000
Giá thị trường của cổ phiếu thường đã điều chỉnh vì có các chứng chỉ quyền mua	98	—
Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu, đô la	31,50	26,30
Doanh số và doanh thu, đô la	117.600.000	152.200.000
Lợi nhuận ròng, đô la	6.121.000	8.206.000
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1968, đô la	1,42 (tháng 12)	5,61
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1963, đô la	0,96 (tháng 9)	1,03
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1958, đô la	0,48 (tháng 9)	0,77
Mức trả cổ tức hiện tại, đô la	0,20	0,80
Cổ tức được chi trả kể từ năm	1964	1945
Các tỷ số:		
Giá/lợi tức	69,0 Xb	6,9 X
Giá/Giá trị sổ sách	310,0%	142,0%
Tỷ suất cổ tức	0,5%	2,4%
Lợi nhuận ròng/doanh số	5,5%	5,4%
Lợi tức/Giá trị sổ sách	4,5%	21,4%
Tài sản có hiện tại/tài sản nợ hiện tại	1,63 X	3,40 X
Vốn lưu động/nợ	0,21 X	không có nợ
Tốc độ tăng của lợi tức trên một cổ phiếu		
1968 so với 1963	+48%	+450%
1968 so với 1960	+195%	+630%

a Giả định có chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi.

b Điều chỉnh với giá thị trường của các chứng chi quyền mua.

Những con số này có vẻ như bất thường hơn khi được so sánh với những con số của Presto. Người ta sẽ tức giận khi hỏi làm sao mà Presto có thể bị đánh giá chỉ có 6,9 lần lợi tức hiện tại của nó; trong khi hệ số của General gấp gần 10 lần con số đó. Tất cả các tỷ số của Presto là tương đối thỏa đáng - mà quả thực con số tăng trưởng trông thật đáng ngờ. Bằng điều đó, chúng tôi muốn nói rằng công ty này rõ ràng là được lợi rất nhiều từ công việc phục vụ chiến tranh của mình, và các cổ đông cần phải sẵn sàng đối với một sự sụt giảm lớn lợi nhuận trong điều kiện thời bình. Nhưng xem xét mọi yếu tố thì Presto thỏa mãn tất cả các yêu cầu của một đầu tư vững chắc và được định giá hợp lý, trong khi đó General lại có tất cả các dấu hiện của một "công ty tổ hợp" điển hình của cuối những năm 1960, đầy rẫy những "đồ gá" phụ tùng của doanh nghiệp và các hành động phô trương, song lại thiếu những giá trị quan trọng đằng sau các giá cả thị trường.

HẬU QUẢ: General tiếp tục chính sách đa dạng hóa của mình trong năm 1969, với khoản nợ tăng lên chút ít. Song công ty này đã thực hiện bút toán gạch sổ (write-off) lớn đến hàng triệu đồ la, chủ yếu là trong giá trị đầu tư của nó vào vụ Minnie Pearl Chicken. Các con số cuối cùng cho thấy một sự thiệt hại 72 triệu đô la trước tín dụng thuế và 46,4 triệu đô la sau tín dụng thuế. Giá các cổ phiếu của công ty đã rớt xuống còn 16,5 đô la trong năm 1969 và chỉ còn có 9 đô la trong năm 1970 (chỉ bằng 15% mức cao của năm 1968 là 60 đô la). Lợi tức của năm 1970 được báo cáo là 2,33 đô la trên một cổ phiếu đã được pha loãng, và giá cổ phiếu đã phục hồi lại tới 28,5 đô la trong năm 1971. National Presto đã tăng ít nhiều lợi tức trên một cổ phiếu của mình trong cả năm 1969 và 1970, đánh dấu 10 năm liên tục tăng trưởng lợi nhuận. Mặc dù vậy, giá của nó đã giảm xuống đến 21,5 đô la trong cuộc sụp đổ năm 1970. Đây là một con số khá thú vị, bởi vì nó thấp hơn mức bốn lần lợi tức được báo cáo gần nhất và thấp hơn giá trị tài sản ròng hiện tại cho chứng khoán này tại thời điểm đó. Vào cuối năm 1971, chúng tôi thấy là giá của National Presto đã cao hơn 60%, ở mức 34 đô la, song các tỷ số vẫn gây sửng sốt. Vốn lưu động đã tăng thêm vẫn chỉ khoảng bằng giá hiện tại, mà mức này chỉ gấp 5,5 lần lợi tức báo cáo gần nhất. Nếu một nhà đầu tư ngày nay có thể tìm được 10 phát hành như thế để đa dạng hóa thì anh ta có thể tin tưởng vào các kết quả thỏa đáng[471].

Cặp 8: Whiting Corp. (thiết bị vận chuyển nguyên vật liệu) và Willcox & Gibbs (công ty tổ hợp nhỏ) Cặp này là các láng giềng gần gũi song không có liên quan trong danh mục niêm yết của sở Giao dịch Chứng khoán Mỹ. Sự so sánh - được đưa ra trong bảng 18-8A - làm cho người ta ngạc nhiên tự hỏi liệu Phố Wall có phải là một định chế có lý trí không. Một công ty với doanh số và lợi tức nhỏ hơn, và một nửa tài sản hữu hình cho cổ phiếu thường, lại được bán ở mức gấp khoảng 4 lần giá trị tổng cộng của công ty kia. Công ty được định giá cao hơn thì chuẩn bị báo cáo một sự thua lỗ lớn hơn sau các chi phí đặc biệt; công ty này cũng không chi trả cổ tức trong 13 năm. Còn công ty kia có một lịch sử dài về mức lợi thỏa đáng, chi trả

cổ tức liên tục từ năm 1963 và hiện đang cho một mức hoa lợi cổ tức cao nhất trong toàn bộ danh mục niêm yết cổ phiếu thường. Để thể hiện một cách sinh động hơn sự bất cân xứng về kết quả hoạt động của hai công ty này, chúng tôi bổ sung thêm, trong bảng 18-8B, số liệu lợi tức và giá của các năm 1961-1970.

Lịch sử của hai công ty này rọi một tia sáng khá thú vị vào sự phát triển của các doanh nghiệp quy mô trung bình ở đất nước này, tương phản với các công ty quy mô lớn hơn nhiều đã xuất hiện trên phần lớn các trang sách này. Whiting được thành lập năm 1896 và như vậy bắt đầu khởi sự từ ít nhất là 75 năm trước. Công ty này dường như là duy trì một cách khá trung thành ngành nghề vận chuyên nguyên vật liệu của mình và đã cho kết quả thực hiện khá tốt với ngành kinh doanh này trong vòng nhiều thập kỷ. Willcox & Gibbs còn khởi sự từ sớm hơn nữa - vào năm 1866 - và đã được biết đến từ lâu trong ngành công nghiệp của mình như một nhà sản xuất nổi tiếng các máy may công nghiệp. Trong thập kỷ gần đây, công ty này đã thực hiện một chính sách đa dạng hóa dưới một hình thức có vẻ khá là kỳ quặc. Bởi vì một mặt thì công ty này có một số lượng lớn một cách khác thường các công ty phụ thuộc (ít nhất là 24) sản xuất ra các sản phẩm đa dạng đến mức đáng ngạc nhiên, song mặt khác toàn bộ tổ hợp này chỉ đóng góp những phần cực kỳ nhỏ mọn xét theo các tiêu chuẩn thông thường của Phố Wall.

BÀNG 18-8A: Cặp 8.

	Whiting 1969	Willcox & Gibbs 1969
Giá, 31/12/1969	17,75	15,5
Số lượng cổ phiếu thường	570.000	2.381.000
Giá trị thị trường của cổ phiếu thường, đô la	10.200.000	36.900.000
Nợ, đô la	1.000.000	5.900.000
Cổ phiếu ưu đãi	—	1.800.000
Tổng vốn hóa tại giá thị trường, đô la	11.200.000	44.600.000
Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu, đô la	25,39	3,29
Doanh số, đô la	42.200.000 (tháng 10)	29.000.000 (tháng 12)
Lợi nhuận ròng trước khoản đặc biệt, đô la	1.091.000	347.000
Lợi nhuận ròng sau khoản đặc biệt, đô la	1.091.000	th 1.639.000
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1969, đô la	1,91 (tháng 10)	0,08a
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1964, đô la	1,90 (tháng 4)	0,13
Lợi tức trên một cổ phiếu, 1959, đô la	0,42 (tháng 4)	0,13
Mức trả cổ tức hiện tại, đô la	1,50	—
Cổ tức được chi trả kể từ năm	1954	(không có kể từ 1957)
Các tỷ số:		
Giá/lợi tức	9,3 X	rất lớn
Giá/Giá trị sổ sách	70,0%	470,0%
Tỷ suất cổ tức	8,4%	—
Lợi nhuận ròng/doanh số	3,2%	0,1%a
Lợi tức/Giá trị sổ sách	7,5%	2,4%a
Tài sản có hiện tại/tài sản nợ hiện tại	3,0 x	1,55 x
Vốn lưu động/nợ	9,0 x	3,6 x
Tốc độ tăng của lợi tức trên một cổ phiếu		
1969 so với 1964	bằng	giảm
1969 so với 1959	+354%	giảm

a Trước khi trừ chi phí đặc biệt. th: thâm hụt.

BẢNG 18-8B: Số liệu giá và lợi tức trong 10 năm của các công ty Whiting và Willcox & Gibbs

Năm	Whiting Corp.		Willcox & Gibbs	
	Lợi tức trên một cổ phiếu (đô la)	Phạm vi của giá (đô la)	Lợi tức trên một cổ phiếu (đô la)	Phạm vi của giá (đô la)
1970	1,81	22,5–16,25	0,34	18,5–4,5
1969	2,63	37–17,75	0,05	20,625–8,75
1968	3,63	43,125–28,25	0,35	20,125–8,33
1967	3,01	36,5–25	0,47	11–4,75
1966	2,49	30,25–19,25	0,41	8–3,75
1965	1,90	20–18	0,32	10,375–6,125
1964	1,53	14–8	0,20	9,5–4,5
1963	0,88	15–9	0,13	14–4,75
1962	0,46	10–6,5	0,04	19,75–8,25
1961	0,42	12,5–7,75	0,03	19,5–10,5

a Năm kết thúc sau ngày 30/4 Các diễn biến về lợi tức tại Whiting là khá đặc trưng cho các mối quan tâm về kinh doanh của chúng tôi. Các con số cho thấy sự tăng trưởng đều đặn và khá ngoạn mục từ 41 xu một cổ phiếu năm 1960 lên 3,63 đô la năm 1968. Song chúng không cho một đảm bảo nào là sự tăng trưởng như vậy sẽ tiếp tục vô hạn định. Sự sụt giảm sau đó xuống chỉ còn 1,77 đô la cho 12 tháng kết thúc vào tháng 1 năm 1971 có lẽ đã phản ảnh không gì khác hơn là sự suy giảm của nên kinh tế nói chung. Song giá của chứng khoán này đã phản ứng một cách mạnh mẽ, rớt khoảng 60% từ mức cao của năm 1968 (là 43,5 đô la) xuống mức đóng cửa của năm 1969. Phân tích của chúng tôi sẽ cho thấy là các cổ phiếu đã thể hiện được một đầu tư phát hành hạng hai vững chắc và hấp dẫn - phù hợp với một nhà đầu tư mạnh bạo như một phần của nhóm các cam kết như vậy.

HỆ QUẢ: Willcox & Gibbs đã thể hiện một thua lỗ hoạt động nhỏ của năm 1970. Giá của nó đã giảm mạnh xuống đến mức thấp là 4,5 đồ la, phục hồi lại một cách điển hình lên 9,5 đô la vào tháng 2/1971. Có lẽ khó có thể biện minh cho giá đó bằng con số thống kê. Whiting có mức giảm tương đối ít hơn, xuống 16,75 đô la trong năm 1970 (tại mức giá này nó được bán

ra ở khoảng chỉ bằng mức của riêng tài sản hiện tại dành cho cổ phiếu). Lợi tức của công ty này được duy trì ở mức 1,85 đô la trên một cổ phiếu cho đến tháng 7/1971. Vào đầu năm 1971, giá đã tăng đến 24,5 đô la, một mức giá có vẻ là tương đối hợp lý, song không còn là một "món hời" theo các tiêu chuẩn của chúng tô i [472].

Các quan sát chung Các phát hành được sử dụng trong các so sánh này đã được lựa chọn với một chủ tâm đầy ác ý, do đó chúng không thể được xem là đại diện cho một lát cắt ngẫu nhiên của danh mục niêm yết cổ phiếu thường. Chúng cũng bị giới hạn vào khu vực công nghiệp, còn các lĩnh vực quan trọng của dịch vụ tiện ích công cộng, các công ty vận tải và các doanh nghiệp tài chính đằ không xuất hiện ở đây. Song chúng khác nhau rất nhiều về quy mô, về ngành nghề kinh doanh, về các khía cạnh định tính và định lượng đề có thể truyền đạt được một ý tưởng hợp lý về các lựa chọn mà một nhà đầu tư sẽ gặp phải đối với các cổ phiếu thường.

Mối tương quan giữa giá và giá trị thể hiện cũng khác nhau rất nhiều giữa các trường hợp này. Trong phần lớn các trường hợp, các công ty với lịch sử tăng trưởng tốt hơn và mức lợi nhuận cao hơn được bán ở mức hệ số so với lợi tức hiện tại cao hơn - đây nói chung là một điều tương đối logic. Liệu các chênh lệch cụ thể về tỷ số giá/lợi tức có được "biện minh" bằng các sự kiện thực tế - hay sẽ được xác nhận bằng các diễn biến tương lai - thì khó có thể trả lời được với một sự tin tưởng. Mặt khác, chúng tôi có khá nhiều ví dụ trong đó có thể đạt tới được một suy xét có giá trị. Các ví dụ đó bao gồm hầu như tất cả các trường hợp trong đó diễn ra các hoạt động thị trường tuyệt vời đối với các công ty có mức độ vững chắc cơ bản đáng đặt dấu hỏi. Các chứng khoán như vậy không chỉ mang tính đàu cơ - điều cũng có nghĩa là mạo hiểm về bản chất - mà hầu hết các khoảng thời gian chúng đã và đang được định giá quá cao. Các phát hành khác thì dường như có vẻ là đáng giá cao hơn giá của chúng, do bị ảnh hưởng bởi một dạng thái độ đối lập của thị trường - mà chúng tôi có thể gọi là "đầu cơ quá ít" - hoặc bởi một sự bi quan thái quá do sự sụt giảm về lợi tức.

Trong bảng 18-9, chúng tôi cung cấp một vài số liệu về biến động giá của các phát hành được nêu trong chương này. Hầu hết các phát hành đó có mức sụt giảm lớn trong các giai đoạn giữa năm 1961 và 1962, cũng như từ năm 1969 đến năm 1970. Rõ ràng là nhà đầu tư cãn phải sẵn sàng đối với dạng biến động thị trường bất lợi này tại các thị trường chứng khoán tương lai. Trong bảng 18-10, chúng tôi nêu các biến động năm sau so với năm trước của cổ phiếu thường McGraw-Hill trong giai đoạn 1958-1970. Điều sẽ được nhận thấy là trong mỗi năm của 13 năm gần đây, giá hoặc tăng hoặc giảm trong phạm vi ít nhất là từ 2 đến 3 từ một năm này sang năm khác (trong trường hợp của National General, các biến động ít nhất là với biên độ như vậy cả theo chiều lên và chiều xuống được thể hiện trong mỗi thời kỳ hai năm).

BẢNG 18-9: Một sô dao động vẽ giá của 16 cổ phiếu thường (đã được điễu chinh đối với chia tách chứng khoán cho đâu năm 1970)

	Phạm vi giá 1936-1970	Mức giảm 1961 tới 1962	Mức giảm 1968–69 tới 1970
Air Products & Chemicals	1,375–49	43,25–21,625	49–31,375
Air Reduction	9,375–45,75	22,5–12	37–16
American Home Products	0,875–72	44,75–22	72–51,125
American Hospital Supply	0,75–47,5	11,625–5,75	47,5–26,75a
H & R Block	0,25–68,5	–	68,5–37,125a
Blue Bell	8,75–55	25–16	44,75–26,5
International Flavors & Fragrances	4,75–67,5	8–4,5	66,375–44,875
International Harvester	6,25–53	28,75–19,25	38,75–22
McGraw Edison	1,25–46,25	24,375–14b	44,75–21,625
McGraw-Hill	1,125–56,5	21,5–9,125	54,625–10,25
National General	3,625–60,5	14,875–4,75b	60,5–9
National Presto Industries	0,5–45	20,625–8,25	45–21,5
Real Estate Investment Trust	10,5–30,25	25,125–15,25	30,25–16,375
Realty Equities of N.Y.	3,75–47,75	6,875–4,5	37,75–2
Whiting	2,875–43,375	12,5–6,5	43,375–16,75
Willcox & Gibbs	4–20,625	19,5–8,25	20,375–4,5

a Cao và thấp của năm 1970. b Năm 1959 tới năm 1960.

BẢNG 18-10: Các dao động lớn từ năm này sang năm khác của

Từ	Đến	Tăng	Giảm
1958	1959	39–72	
1959	1960	54–109,75	
1960	1961	21,75–43,125	
1961	1962	18,25–32,25	43,125–18,25
1963	1964	23,375–38,875	
1964	1965	28,375–61	
1965	1966	37,5–79,5	
1966	1967	54,5–112	
1967	1968		56,25–37,5
1968	1969		54,625–24
1969	1970		39,5–10
1970	1971	10–24,125	

a Giá không điều chỉnh đối với các chia tách chứng khoán.

Trong lúc nghiên cứu danh mục niêm yết chứng khoán làm tư liệu của chương này, chúng tôi lại thêm một lần nữa rất ấn tượng bởi sự khác biệt lớn giữa các mục tiêu thông thường của việc phân tích chứng khoán và các mục tiêu mà chúng tôi cho rằng có thể tin cậy được và có ích. hầu hết các nhà phân tích chứng khoán tìm cách lựa chọn các phát hành nào sẽ cho kết quả tốt nhất trong tương lai, chủ yếu xét về hoạt động thị trường, song cũng có xem xét diễn biến của lợi tức. Chúng tôi thực sự hoài nghi liệu có làm được việc này với kết quả thỏa mãn hay không. Chúng tôi thiên về việc cho rằng công việc của nhà phân tích chủ yếu nên là anh ta sẽ tìm kiếm các trường hợp ngoại lệ hoặc thiểu số, trong đó anh ta có thể hình thành nên một nhận xét tương đối tự tin là giá đó đang nằm khá xa dưới giá trị thực. Anh ta sẽ phải có khả năng thực hiện công việc này với mức độ chuyên nghiệp khá cao để tạo ra được các kết quả trung bình thỏa đáng cho nhiều năm.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 18 Điêu đã có, rồi ra sẽ có, chuyện đã làm, rồi lại sẽ làm ra: dưới ánh mặt trời, nào có chi mới lạ? Nếu có điều gì đáng cho người ta nói: "Coi đây, cái mới đây này!", thì điều ấy đã có trước chúng ta từ bao thế hệ rồi.

- Giảng viên, I: 9-10 (Kinh Thánh).

Hãy cho phép chúng tôi cập nhật bài viết kinh điển của Graham về tám cặp công ty bằng cách sử dụng cùng một kỹ thuật so sánh và tương phản mà ông đã khởi xướng trong các bài giảng của mình tại Trường Kinh doanh Columbia và Học viện Tài chính New York. Hãy nhớ rằng các tóm tắt này mô tả các chứng khoán đó tại các thời điểm đã được xác định. Các chứng khoán rẻ tiền có thế sau này sẽ trở thành cao giá quá mức; các chứng khoán đắt tiền có thể trở nên rẻ. Tại một thời điểm nào đó trong đời của nó, hầu như mỗi một chứng khoán đèu là một món hời; ở một thời điểm khác, nó sẽ là đắt. Mặc dù có công ty tốt và có công ty tồi, không he có chứng khoán nào là chứng khoán tốt cả,[É] chỉ có giá chứng khoán tốt, là cái có thể đến rồi đi.

CẶP 1: CISCO VÀ SYSCO Ngày 27/3/2000, Cisco Systems, Inc. trở thành công ty đắt giá nhất thế giới khi chứng khoán của nó chạm ngưỡng 548 tỷ đô la về tổng giá trị. Cisco, nhà sản xuất thiết bị để truyền dữ liệu qua Internet, lần đầu tiên bán cổ phiếu ra công chúng chỉ mới 10 năm trước đó. Nếu như bạn đã mua chứng khoán Cisco trong lần phát hành đầu tiên và giữ nó, bạn sẽ kiếm được một khoản lợi nhuận na ná như một lỗi đánh máy được thực hiện bởi một kẻ điên khùng: 103.697%, tức là một tỷ suất lợi nhuận trung bình năm là 217%. Trong bốn quý tài chính trước đó, Cisco đã tạo ra được 14,9 tỷ đô la doanh thu và 2,5 tỷ đô la lợi tức. Chứng khoán của công ty này được giao dịch ở mức gấp 219lần lợi nhuận ròng của nó, một trong tỷ số giá/lợi tức cao nhất đã từng được ghi nhận cho một công ty lớn.

Thê' rồi có Sysco Corp., một công ty cung cấp thực phẩm cho nhà bếp của các cơ quan và giao dịch ra công chúng đã được 30 năm. Trong bốn quý gần đây nhất, Sysco đã thu được 17,7 tỷ đô la doanh thu - gần như là 20% cao hơn so với Cisco - song "chỉ có" 457 triệu đô la lợi nhuận ròng. Với một giá trị thị trường là 11,7 tỷ đô la, các cổ phiếu của Sysco được giao dịch ở mức gấp 26 lần lợi tức của nó, khá thấp so với tỷ số P/E trung bình của thị trường là 31.

Một trò chơi liên tưởng từ ngữ với một nhà đầu tư tiêu biểu có lẽ sẽ diễn ra như thế này.

Câu hỏi: Cái gì sẽ là những thứ đầu tiên nảy ra trong đầu bạn khi tôi nói Cisco Systems?

Trả lời: Internet... ngành công nghiệp của tương lai... chứng khoán tuyệt vời... chứng khoán nóng. Liệu tôi có thể mua một số chứng khoán này trước khi nó lại còn lên giá tiếp nữa?

Câu hỏi: Thế còn Sysco Corp. thì sao?

Trả lời: Xe giao hàng... món ngô đậu... món bánh xốt thịt Sloppy Joe... khoai tây hầm thịt... bữa ăn trưa trường học... thực phẩm bệnh viện... Xin cám ơn, tôi hết đói rồi.

Điêu đã được xác lập vững chắc là người ta thường hay gán một giá trị tinh thần cho các chứng khoán chủ yếu là dựa trên hình tượng xúc cảm mà các công ty đó gợi lên[473]. Song một nhà đầu tư thông minh sẽ luôn đào sâu hơn. Đây là những gì mà một cái nhìn hoài nghi vào các báo cáo tài chính của Cisco và Sysco có thể sẽ tìm ra được:

• Hầu hết tăng trưởng của Cisco về doanh thu và lợi nhuận là đến từ các vụ thâu tóm. Chỉ từ tháng 9 thôi, Cisco đã chi 10,2 tỷ đô la để mua 11 công ty khác. Làm thế nào có thể trộn lẫn được nhiều công ty đến vậy với nhau nhanh đến như vậy[474]? Thêm nữa, ưu đãi thuế đối với các quyền chọn chứng khoán được thực hiện bởi các lãnh đạo và nhân viên của Cisco lên đến xấp xỉ một phần ba lợi tổng tức của Cisco trong vòng sáu tháng trước. Và Cisco đã kiếm được 5,8 tỷ đô la bằng cách bán ra các "đầu tu" của mình, sau đó lại mua vào thêm 6 tỷ đô la nữa. Vậy đó là một công ty Internet hay một quỹ đẩu tư tương hỗ? Điều gì sẽ xảy ra nếu như các "đầu tu" này dừng không lên giá tiếp nữa?

• Sysco cũng đã mua một loạt công ty khác cũng trong giai đoạn đó, song chỉ phải chi có khoảng 130 triệu đô la. Các quyền chọn chứng khoán cho những người nội bộ của Sysco chỉ chiếm tổng cộng khoảng 1,5% của các cổ phiếu đang lưu hành, so với 6,9% ờ Cisco. Nếu những người trong nội bộ công ty bán các quyền chọn này lấy tiền, lợi tức trên một cổ phiếu của Sysco chắc hẳn sẽ còn bị loãng nhiều hơn so với Cisco. Và Sysco đã tăng cổ tức quý của mình từ 9 xu một cổ phiếu lên 10 cent; còn Cisco thì không chi trả cổ tức.

Cuối cùng, như giáo sư tài chính của Trường Kinh doanh Wharton là Jeremy Siegel đã chỉ ra, không có một công ty nào lớn như Cisco đã từng có thể tăng trưởng đủ nhanh để biện minh được cho một tỷ số giá/lợi tức vượt trên 60 - chứ đừng nói gì đến tỷ số p/ E vượt trên 200[475]. Khi mà một công ty trở thành khổng lồ, tăng trưởng của nó sẽ phải chậm lại - nếu không thì kết cục là nó sẽ nuốt chửng cả thế giới. Nhà châm biếm vĩ đại người Mỹ Ambrose Bierce đã đặt ra một từ mới "incompossible" ("không thể cùng có", "không thể song hành") để mô tả hai thứ có thể được hình dung một cách riêng rẽ, song không thể cùng tồn tại với nhau. Một công ty có thể là khổng lồ, hoặc nó có thể xứng đáng có một tỷ số P/E cực lớn, song cả hai điều đó là không thể cùng song hành.

Các bánh xe chẳng bao lâu sau đã tuột khỏi cỗ xe Cisco. Đâu tiên, vào năm 2001, là một khoản chi phí 1,2 tỷ đô la để "tái cấu trúc" vài vụ thâu tóm. Trong vòng hai năm tiếp theo, 1,3 tỷ đô la thua lỗ đối với các "đầu tu" này bắt đầu lộ ra. Từ năm 2000 đến năm 2002, chứng khoán của Cisco đã mất ba phần tư giá trị của nó. Trong khi đó, Sysco vẫn tiếp tục duy trì được lợi nhuận, và chứng khoán của nó lên giá 56% trong cùng giai đoạn đó (xem hình 18-1).

HÌNH 18-1: Cisco so với Sysco

	2000	2001	2002
Cisco			
Tổng tỷ suất lợi nhuận (%)	–28,6	–52,7	27,7
Lợi tức ròng (triệu đô la)	2,668	–1,014	1,893
Sysco			
Tổng tỷ suất lợi nhuận (%)	53,5	–11,7	15,5
Lợi tức ròng (triệu đô la)	446	597	680

Ghi chú: Tổng tỷ suất lợi nhuận tính theo năm lịch; lợi nhuận ròng tính theo năm tài chính.

Nguồn: www.morningstar.com CẶP 2: YAHOO! VÀ YUM!

Ngày 30/11/1999, chứng khoán của công ty Yahoo! Inc. đóng cửa ở mức 212,75 đô la, tăng 79,6 % kể từ đầu năm đó. Đến ngày 7/12, chứng khoán ở mức giá 348 đô la, một mức tăng 63,6 % trong năm ngày giao dịch. Yahoo! tiếp tục tăng trong suốt thời gian cuối năm và đóng cửa ở mức 432,687 đô la vào ngày 31/ 12. Chỉ trong có một tháng, chứng khoán đã tăng hơn gấp đôi, thu được gần 58 tỷ đô la và đạt đến tổng trị giá thị trường là 114 tỷ đô la[476]É Trong bốn quý trước đó, Yahoo! đã đổ đầy túi 433 triệu đô la doanh thu và 34,9 triệu đô la lợi nhuận ròng. Như vậy chứng khoán của Yahoo! hiện giờ được định giá ở mức gấp 263 lần doanh thu và 3.264 lần lợi tức (hãy nhớ là tỷ số P/E cao hơn nhiều con số 25 đã khiến cho Graham phải nhăn mặt!)[477].

Vì sao Yahoo! lại vọt lên khiếp như vậy? Sau khi thị trường đóng cửa vào ngày 30/11, Standard & Poor's đã thông báo là sẽ đưa Yahoo! vào chỉ số s & p 500 của mình tại thời điểm 7/12. Điều đó sẽ biến Yahoo! thành một cổ phần bắt buộc đối với các quỹ chỉ số và các nhà đầu tư lớn khác - và sự tăng về cầu đột ngột đó chắc chắn sẽ đẩy chứng khoán lên thậm chí còn cao hơn nữa, ít nhất là tạm thời. Với khoảng 90% chứng khoán của Yahoo! bị nhốt trong tay các nhân viên của công ty, các hãng đầu tư mạo hiểm, và những người nắm giữ hạn chế khác, chỉ một phần nhỏ các cổ phiếu của công ty này có thể giao dịch. Do vậy, hàng nghìn người đã mua chứng khoán này chỉ vì họ biết rằng những người khác chắc cũng sẽ mua nó - và giá thì không thành vấn đe.

Trong khi đó, Yum! đang đi ăn xin. Là một bộ phận của công ty PepsiCo đang điều hành hàng nghìn quán gà rán Kentucky (Kentucky Fried Chicken), Pizza Hut và Taco Bell, Yum! đã tạo ra 8 tỷ đô la doanh thu trong vòng bốn quý vừa qua, trên số đó công ty đã thu lãi được 633 triệu đô la - làm cho nó lớn gấp 17 lần quy mô của Yahoo!. Song giá trị thị trường chứng

khoán của Yum! vào cuối năm 1999 chỉ có 5,9 tỷ đô la, hay là 1/19 lượng vốn hóa của Yahoo!, ở mức giá đó, chứng khoán của Yum! đang được bán ở mức chỉ gấp hơn chín lần lợi tức của nó và chỉ bằng 73% doanh thu của nó [478].

HÌNH 18-2: Yahoo! so với Yum!

	2000	2001	2002
Yahoo!			
Tổng tỷ suất lợi nhuận (%)	-86,1	-41,0	-7.8
Lợi tức ròng (triệu đô la)	71	-93	43
Yum!			
Tổng tỷ suất lợi nhuận (%)	-14,6	49,1	-1.5
Lợi tức ròng (triệu đô la)	413	492	583

Ghi chú: Tổng tỷ suất lợi nhuận tính theo năm lịch;[Ê] lợi nhuận ròng tính theo năm tài chính. Lợi nhuận ròng của Yahoo! trong năm 2002 bao gồm cả tác động của thay đổi trong nguyên tắc kế toán.

Nguồn.[ẫ] www.morningstar.com Như Graham thường hay thích nói, trong ngắn hạn thì thị trường giống như một cái máy biểu quyết song trong dài hạn thì nó giống như một các máy cân đong. Yahoo! thắng trong cuộc thi sự ưa chuộng ngắn hạn. Song cuối cùng thì lợi tức mới có ý nghĩa - mà cái này thì Yahoo! chẳng có mấy. Một khi mà thị trường ngừng biểu quyết và bắt đầu cân đong, cán cân sẽ nghiêng về phía Yum! Chứng khoán của công ty này đã tăng 25,4% từ năm 2000 đến năm 2002, trong khi đó Yahoo! đã mất tổng cộng là 92,4 đô la.

CẶP 3: COMMERCE ONE VÀ CAPITAL ONE Vào tháng 5/2000, công ty Commerce One, Inc. mới chỉ được giao dịch ra công chúng từ tháng 7 của năm trước. Trong báo cáo năm đầu tiên của mình, công ty này (chuyên thiết kế các "tổng đài" Internet cho các bộ phận mua hàng của doanh nghiệp) đã nêu tài sản chỉ có 385 triệu đô la và báo cáo một thua lỗ ròng là 63 triệu đô la trên một tổng doanh thu chỉ có 34 triệu đô la. Chứng khoán của công ty tí hon này đã tăng gần 900% kể từ lần phát hành đầu tiên ra công chúng của nó, đạt đến tổng vốn hóa thị trường là 15 tỷ đô la. Liệu chứng khoán này có được định giá quá cao không? "Vâng, chúng tôi có một mức vốn hóa thị trường lớn", giám đốc điều hành của Commerce One là Mark Hoffman nhún vai trong một cuộc phỏng vấn, "song chúng tôi có một thị

trường lớn để chơi trong đó. Chúng tôi đang nhìn thấy một nhu cầu lớn đến khó tin... Các nhà phân tích kỳ vọng chúng tôi sẽ tạo ra 140 triệu đô la doanh thu trong năm nay. Và trong quá khứ, chúng tôi đã vượt qua mọi kỳ vọng."

Có hai thứ nảy ra từ câu trả lời của ông Hoffman:

• Do Commerce One đã lỗ 2 đô la trên mỗi một đô la doanh số, nếu công ty này tăng gấp 4 lần doanh thu của nó (như "các nhà phân tích kỳ vọng") thì nó sẽ thua lỗ tiền thậm chí còn lớn hơn nhiều?

• Làm thế nào mà Commerce One đã vượt qua các kỳ vọng "trong quá khứ"? Quá khứ nào vậy?

Khi được hỏi là đã bao giờ công ty này có lời lãi chưa, Hoffman sẵn sàng ngay: "Không còn nghi ngờ gì là chúng tôi có thể biến công ty này thành một doanh nghiệp có lãi. Chúng tôi hoạch định để trở thành có lai vào quý tư năm 2001, năm mà các nhà phân tích nhìn thấy là chúng tôi sẽ tạo ra một doanh thu trên 250 triệu đô la."

Lại các nhà phân tích đó thò mặt ra ở đây! 'Tôi rất thích Commerce One ờ các mức đó bởi vì công ty này tăng trưởng còn nhanh hơn cả Ariba [một công ty cạnh tranh theo sát với chứng khoán được giao dịch ở mức gấp 400 lần doanh thu]", Jeanette Sing, một nhà phân tích tại ngân hàng đầu tư Wasserstein Perella, nói. "Nếu nhịp độ tăng trưởng như vậy vẫn tiếp tục, Commerce One sẽ được giao dịch ở mức gấp từ 60 đến 70 lần doanh số trong năm 2001" (nói một cách khác, tôi có thể nêu tên một chứng khoán được định giá cao hơn nhiều so với Commerce One, do vậy Commerce One là rẻ)[479].

ở một thái cực khác là Capital One Financial Corp., một nhà phát hành các thẻ tín dụng Master Card và Visa. Từ tháng 7/1999 đến tháng 5/2000, chứng khoán của công ty này đã mất 21,5%. Song Capital One vẫn có 12 tỷ đô la tổng tài sản và kiếm được 363 triệu đô la lãi trong năm 1999, tăng 32 % so với một năm trước đó. Với giá trị thị trường khoảng 7,3 tỷ đô la, chứng khoán này được bán ở mức gấp 20 lần lợi tức ròng của Capital One - công ty này chỉ tạo được vừa đủ dự phòng đối với các khoản cho vay có thể trở thành xấu, mặc dù tỷ lệ không trả nợ đúng hạn có xu hướng tăng cao trong một cuộc suy thoái - song giá chứng khoán của công ty này phản ảnh ít nhất là một số rủi ro của các rắc rối tiềm tàng.

Điều gì đã xảy ra tiếp theo đó? Trong năm 2001, Commerce One đã tạo ra được 409 triệu đô la doanh thu. Không may thay, nó bị một khoản lỗ ròng là 2,6 tỷ đô la - tức là 10,30 đô la thâm hụt (red ink) trên một cổ phiếu - trên khoản doanh thu đó. Mặt khác, Capital One kiếm được gần 2 tỷ đô la lợi nhuận ròng từ năm 2000 đến năm 2002. Chứng khoán của công ty này mất 38% trong 3 năm đó - không tệ hơn so với thị trường chứng khoán nói chung. Tuy nhiên, Commerce One thì mất 99,7% giá trị[480].

Thay vì nghe Haffman và các nhà phân tích chó cảnh của ông này, các nhà giao dịch cần lưu ý đến cảnh báo trung thực trong báo cáo năm 1999 của Commerce One: "Chúng tôi chưa

từng bao giờ sinh lời. Chúng tôi dự kiến là sẽ chịu lỗ ròng trong một tương lai có thể thấy trước được, và chúng tôi có thể không bao giờ trở thành sinh lời".

CẶP 4: PALM VÀ 3COM Vào ngày 2/3/2000, công ty mạng dữ liệu 3Com Corp.

đã bán 5% của công ty con của mình là Palm, Inc. ra công chúng. Phần 95% còn lại của chứng khoán Palm sẽ được chuyển cho các cổ đồng của 3Com trong vòng vài tháng sau đó; với mỗi một cổ phiếu của 3Com mà họ đang giữ, các nhà đầu tư sẽ nhận được 1,525 cổ phiếu của Palm.

Do vậy, có hai cách mà bạn có thể nhận được 100 cổ phiếu của Palm: bằng cách thử dùng khuỷu tay để chen huých vào đợt phát hành ra công chúng lần đầu, hoặc bằng cách mua 66 cổ phiếu của 3Com và chờ cho đến khi công ty mẹ phân phối số chứng khoán còn lại của Palm. Nhận được một cổ phiếu rưỡi của Palm cho mỗi cổ phiếu của 3Com, kết cục bạn sẽ có 100 cổ phiếu của công ty mới, và bạn vẫn có 66 cổ phiếu của 3Com.

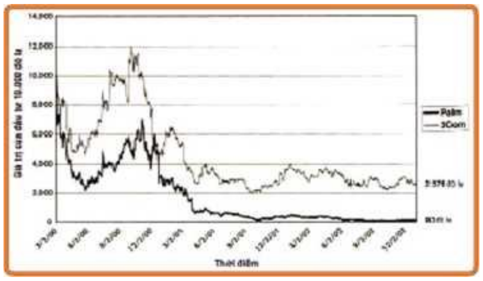
Nhưng ai mà muốn chờ một vài tháng nữa? Trong khi 3Com đang chiến đấu chống lại các đối thủ khổng lồ như Cisco, Palm là kẻ dẫn đầu trong "không gian" nóng bỏng của các máy tổ chức công việc kỹ thuật số cầm tay (handheld digital organizer). Do vậy, chứng khoán của Palm đã nhảy vọt từ mức giá chào bán 38 đô la lên mức đóng cửa là 95,06 đô la, một tỷ suất lợi nhuận là 150% ngay trong ngày đầu tiên. Điều đó đã định giá Palm ở mức gấp hơn 1.350 lần lợi tức của nó trong 12 tháng trước đó.

Cũng trong ngày hôm đó, giá cổ phiếu của 3Com đã tụt từ 104,13 đồ la xuống còn 81,81 đô la. Liệu 3Com sẽ đóng cửa ngày hôm đó ở mức giá nào, với mức giá của Palm là như vậy? Phép tính số học thật dễ:

• mỗi cổ phiếu của 3Com được quyền nhận 1,525 cổ phiếu của Palm • mỗi cổ phiếu của Palm đóng cửa ở mức 95,06 đô la • 1,525 X 95,06 đô la = 144,97 đồ la Đó chính là giá trị của mỗi cổ phiếu 3Com chỉ mới dựa trên phần của nó trong Palm thôi. Như vậyïï ờ mức 81,81 đô la, những người giao dịch đều nói rằng tất cả các doanh nghiệp khác của 3Com cộng lại có một giá trị âm 63,16 đô la trên một cổ phiếu, tức là một tổng số âm 22 tỷ đô la! Hiếm khi nào trong lịch sử lại có bất kỳ một chứng khoán nào được định giá một cách ngu xuẩn đến nhưvậy[481].

Song có một cái bẫy ở đây: cũng giống như là 3Com chẳng thực sự có giá trị âm 22 tỷ đô la, Palm cũng không thực sự có giá trị gấp trên 1.350 lần lợi tức của nó. Đến cuối năm 2002, cả 2 chứng khoán này đều bị tổn hại trong vụ suy thoái công nghệ cao, song chính các cổ đông của Palm là những người thực sự bị ăn đòn - vì họ đã từ bỏ tất cả lẽ khôn ngoan thông thường khi mua vào từ đầu.

Hình 18-3: Sự đi xuống Palm



Nguồn: www.morningstar.com CẶP 5: CMGI VÀ CGI Năm 2000 được bắt đầu với một tiếng nổ lớn đối với CMGI, Inc., khi chứng khoán của công ty này chạm đỉnh 163,22 đô la vào ngày 3/1 - một mức tăng 1.126% trên mức giá của nó mới chỉ một năm trước đó. Công ty này, một cái "lò ấp Internet", đã tài trợ và thâu tóm các doanh nghiệp mới khởi sự trong một loạt các ngành kinh doanh trực tuyến - trong số đó có cả những ngôi sao sớm như là theglobe.com và Lycos[482].

Trong năm tài chính 1998, khi chứng khoán của nó tăng từ 98 xu lên 8,52 đô la, CMGI đã chi 53,8 triệu đô la để mua toàn bộ hoặc một bộ phận các công ty Internet. Trong năm 1999, khi chứng khoán nhảy vọt từ 8,52 đô la lên 46,09 đô la, CMGI đã chi thêm 104,7 triệu đô la. Và trong năm tháng cuối của năm 1999, khi cổ phiếu của nó phóng vọt lên 138,44 đô la, CMGI đã chi 4,1 tỷ đô la cho các vụ thâu tóm. Hầu như toàn bộ "tiền đó là đồng tiền tự đúc" riêng của CMGI, đó là cổ phiếu thường của nó, hiện được định giá ở mức trên 40 tỷ đô la.

Đó là một kiểu đồng tiền thần diệu từ trò vui mà có được. Chứng khoán của CMGI càng lên giá cao thì công ty này càng có điều kiện để mua. CMGI càng có khả năng mua, thì chứng khoán của nó lại càng lên cao. Các chứng khoán đầu tiên có lúc tăng giá khi chỉ vừa có tin đồn là CMGI có thể mua chúng; sau đó, khi mà CMGI đâ mua chúng rồi, thì chứng khoán của chính công ty này sẽ lại tăng giá bởi vì CMGI đã sở hữu chúng. Không một ai quan tâm đến một điều CMGI đã thua lỗ 127 triệu đô la cho các hoạt động của nó trong năm tài chính gần nhất.

Nằm ở phía dưới tại Webster, bang Massachusetts, cách đại bản doanh của CMGI tại Andover chưa đầy 70 dặm về phía tây nam, là trụ sở chính của Commerce Group, Inc. (CGI). CGI là tất cả những gì mà CMGI không phải: cung ứng bảo hiểm ô tô, chủ yếu là cho các lái xe ở bang Massachusetts. Đó là một chứng khoán "lạnh" trong một ngành kinh doanh cổ xưa. Cổ phiếu của công ty này mất 23% trong năm 1999 - mặc dù lợi nhuận ròng của nó, ở mức 89 triệu đô la, chỉ giảm có 7% so với mức của năm 1998. CGI thậm chí đã chi trả một cổ tức trên 4% (CMGI không chi trả một cổ tức nào). Với tổng trị giá thị trường là 870 triệu đô la, chứng khoán của CGI được giao dịch ở mức gấp 10 lần những gì mà công ty đã kiếm được trong năm 1999.

Và sau đó, khá là đột ngột, mọi thứ đã đảo ngược. Đồng tiền thần diệu kiếm được từ cuộc vui của CMGI đã phanh rít lại: các chứng khoán chấm com của công ty này đâ ngừng tăng giá, sau đó thì lao thẳng xuống. Không còn có thể bán chúng để kiếm lời, CMGI đã phải

hứng chịu lỗ về giá trị của chúng như một đòn đánh vào lợi tức của nó. Công ty này đã mất 1,4 tỷ đô la trong năm 2000, 5,5 tỷ đô la trong năm 2001 và thêm gần 500 triệu nữa trong năm 2002. Chứng khoán của nó đã tụt giá từ 163,22 đô la vào đầu năm 2000 và xuống còn 98 xu vào cuối năm 2002 - một mức mất mát 99,4%. Còn CGI cũ kỹ tẻ nhạt thì tiếp tục cho ra một lợi tức ổn định, và chứng khoán của nó đã tăng 8,5% trong năm 2000, 43,6% trong năm 2001 và 2,7% trong năm 2002 - tổng cộng là tăng 60%.

CẶP 6: BALL VÀ STRYKER Trong thời gian từ ngày 9/7 đến ngày 23/7/2002, chứng khoán của Ball Corp. đã rớt giá từ 43,69 đô la xuống còn 33,48 đô la - mức mất mát 24% làm cho giá trị thị trường chứng khoán của công ty này chỉ còn 1,9 tỷ đô la. Cùng trong 2 tuần đó, các cổ phiếu của Stryker Corp. đã tụt từ 49,55 đô la xuống 45,60 đô la, một mức tụt giảm 8% làm cho Stryker chỉ còn được định giá ở mức tổng cộng là 9 tỷ đô la.

Điêu gì đã làm cho hai công ty này mất nhiều giá trị như vậy, chỉ trong một khoảng thời gian ngắn đến như vậy? Stryker, một nhà sản xuất các sản phẩm cấy ghép chỉnh hình và các thiết bị phẫu thuật, chỉ đưa ra một thông cáo báo chí trong thời gian hai tuần đó. Vào ngày 16/7, Stryker thông báo là doanh số của nó tăng 15% lên 734 triệu đô la trong quý hai, trong khi lợi nhuận nhảy vọt 31% lên 86 triệu đô la. Chứng khoán tăng giá 7% ngay ngày hôm sau, sau đó lại lăn ngược trở lại xuống dốc.

Ball, ban đầu là nhà sản xuất của các "lọ tròn" nổi tiếng dùng để đóng lọ hoa quả và rau, hiện nay sản xuất các đồ đựng bằng kim loại và nhựa cho các khách hành công nghiệp. Ball không đưa ra một thông cáo báo chí nào trong thời gian hai tuần đó. Tuy nhiên, ngày 25/7, Ball đã thông báo là nó lãi được 50 triệu đô la trên một doanh số là 1 tỷ đô la trong quý hai - một mức tăng 61% về lợi nhuận ròng so với cùng kỳ của năm trước. Điều này đã đưa lợi tức của nó trong 4 quý liên tiếp lên 152 triệu đô la, do vậy chứng khoán được giao dịch ở mức chỉ gấp 12,5 lần lợi tức của Ball. Và, với một giá trị sổ sách là 1,1 tỷ đô la, bạn có thể mua chứng khoán này để có 1,7 lần giá trị tài sản hữu hình của công ty này (tuy nhiên, Ball còn có một khoản nợ trên 900 triệu đô la).

Stryker thì ở trong một hội hoàn toàn khác. Trong vòng bốn quý cuối, công ty này đã tạo ra được 301 triệu đô la lợi nhuận ròng. Giá trị sổ sách của Stryker là 570 triệu đô la. Do vậy công ty này được giao dịch ở mức hệ số béo bở là gấp 30 lần lợi tức của nó trong 12 tháng qua và gấp 16 lần giá trị sổ sách của nó. Mặt khác, từ năm 1992 cho đến cuối năm 2001, lợi nhuận của Stryker đã tăng trung bình 18,6% năm; cổ tức của nó tăng gần 21% mỗi năm. Và trong năm 2001, Stryker đã chi 142 triệu đô la cho nghiên cứu và phát triển để đặt nẽn móng cho tăng trưởng tiếp tục trong tương lai.

Vậy thì cái gì đã đốn ngã hai công ty này? Trong khoảng thời gian từ 9/7 đễn 23/7/2002, khi mà WorldCom bị rơi vào phá sản, Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones đã tụt từ 9096,09 điểm xuống 7702,34 điểm, một sự sụt giảm 15,3%. Tin tức tốt đẹp về Ball và Stryker đã bị chìm mất giữa các tít lớn tồi tệ và thị trường đang rớt giá, kéo cã hai chứng khoán này chìm xuống cùng với chúng.

Mặc dù kết cục là Ball được định giá thấp hơn nhiều so với Stryker, bài học ở đây không phải là Bail là một kẻ ăn trộm và Stryker là một kẻ uốn lượn rồ dại. Thay vào đó, nhà đầu tư thông minh căn phải thừa nhận là nỗi kinh hoàng của thị trường có thể tạo ra các mức giá lớn cho các công ty tốt (như Ball) và giá tốt cho các công ty lớn (như Stryker). Ball kết thúc năm 2002 ở mức 51,19 đô la trên một cổ phiếu, tăng 53% từ mức thấp trong tháng 7 của nó. Stryker kết thúc năm ở mức 67,12 đô la, tăng 47%. Đôi khi, các chứng khoán có giá trị và chứng khoán tăng trưởng cũng được bán. Việc bạn sẽ ưa thích lựa chọn nào phụ thuộc phần lớn vào tính cách của chính bạn, song các món hời có thể nằm ở bất cứ mặt nào của tấm đĩa.

CẶP 7: NORTEL VÀ NORTEK Báo cáo năm 1999 của Nortel Networks, một công ty sản xuất thiết bị sợi quang học, đã khoe khoang rằng đó là "một năm vàng về mặt tài chính". Tại thời điểm tháng 2/2000, ở mức giá trị thị trường trên 150 tỷ đô la, chứng khoán của Nortel được giao dịch ở mức gấp 87 lần lợi tức mà các nhà phân tích của Phố Wall đã ước tính là công ty này sẽ tạo ra được trong năm 2000.

Ước tính này đáng tin cậy đến mức nào? Các tài khoản báo thu của Nortel - bán hàng cho các khách hàng chưa thanh toán hóa đơn - nhảy vọt lên 1 tỷ một năm. Công ty này nói sự tăng này "là do doanh số lên trong quý 4 năm 1999". Tuy nhiên, lượng tồn kho cũng đã phình thêm ra 1,2 tỷ đô la - có nghĩa là Nortel đã sản xuất ra thiết bị thậm chí còn nhanh hơn so với số "doanh số tăng lên" có thể lấy đi kịp.

Trong khi đó, È£các khoản báo thu dài hạn" của Nortel - các hóa đơn vẫn chưa được thanh toán đối với các hợp đồng dài nhiều năm - tăng vọt từ 519 triệu đô la lên 1,4 tỷ đô la. Và Nortel đã có một thời điểm khó khăn để kiểm soát chi phí,È các chi phí bán hàng, chi phí chung và chi phí hành chính (tức chi phí gián tiếp) đã tăng từ 17,6% doanh thu trong năm 1997 lên 18,7% trong năm 1999. cả thảy, Nortel đã mất 351 triệu đô la trong năm 1999.

Khi ấy có Nortek, Inc., một công ty sản xuất những thứ nằm ở điểm cực mờ trong dải phổ của sự quyến rũ: nhựa đường, chuông cửa, quạt khí thải, bạt che hàng, máy nén rác. Trong năm 1999, Nortek lai được 49 triệu đô la trên doanh số ròng 2 tỷ đô la, tăng từ 21 triệu lợi nhuận ròng trên doanh số 1,1 tỷ đô la trong năm 1997. Biên lợi nhuận của Nortel (lợi nhuận ròng được tính bằng tỷ lệ phần trăm của doanh số ròng) đã tăng gãn một phần ba từ 1,9% lên 2,5%. Và Nortek đã cắt giảm chi phí gián tiếp từ 19,3% doanh thu xuống 18,1%ữ Để cho công bằng, hầu hết sự mở rộng của Nortek là đến từ việc mua các công ty khác chứ không phải từ tăng trưởng bên trong. Còn hơn thế, Nortek có 1 tỷ đô la nợ, một gánh nặng lớn đối với một công ty nhỏ. Song vào tháng 2/2000, giá chứng khoán của Nortek - bằng chừng năm lãn lợi tức của nó trong năm 1999 - đã hàm chứa một lượng bi quan lành mạnh.

Mặt khác, giá của Nortel - gấp 87 lần mức ước đoán của cái mà nó có thể kiếm được trong năm sắp tới - là một lượng lạc quan quá liều rất nhiều. Khi tất cả mọi thứ đã được nói và làm, thay vì món lãi 1,30 đô la trên một cổ phiếu mà các nhà phân tích đã dự báo, Nortel đã lỗ 1,17 đô la trên một cổ phiếu vào năm 2000. Cho đến cuối năm 2002, Nortel đã chảy máu thêm hơn 36 tỷ đô la nữa ở mục thua lỗ.

Còn Nortek thì lãi 41,6 triệu đô la trong năm 2000, 8 triệu đô la trong năm 2001, và 55 triệu đô la trong 9 tháng đầu năm 2002. Chứng khoán của công ty này tăng từ 28 đô la một cổ phiếu lên 45,75 đô la vào cuối năm 2002 - một mức tăng 63%. Trong tháng 1/2003, các nhà quản lý của Nortek đã chuyển công ty này thành gọi vốn hẹp bằng cách mua lại toàn bộ chứng khoán từ các nhà đầu tư đại chúng với mức giá 46 đô la trên một cổ phiếu. Trong khi đó, chứng khoán của Nortel đã chìm từ 56,81 đô la vào tháng 2/2000 xuống 1,61 đô la vào cuối năm 2002 - một sự mất giá 97%.

CẶP 8: RED HAT (MŨ Đỏ) VÀ BROWN SHOE (GIẦY NAU) Ngày 11/8/1999, Red Hat, Inc., một công ty phát triển phần mèm Linux, đã bán chứng khoán ra cồng chúng lần đầu tiên. Chứng khoán của Red Hat đúng là nóng đỏ[483],ề ban đầu được chào bán ở mức 7 đô la, mở cửa giao dịch là 23 đô la và đóng cửa ở mức 26,031 đô la - một mức tăng 272%[484]. Chỉ trong có một ngày, chứng khoán của Red Hat đã tăng cao hơn so với mức tăng mà chứng khoán của Brown Shoe có được trong 18 năm qua. Đến ngày 9/12, các cổ phiếu của Red Hat đã chạm mức 143,13 đô la, tăng 1.944% trong vòng 4 tháng.

Trong khi đó, Brown Shoe bị các dây giầy của nó trói chặt. Được thành lập năm 1878, công ty này đã bán buôn giầy Buster Brown và quản lý gần 1.300 cửa hàng giầy ở Mỹ và Canada. Chứng khoán của Brown Shoe từ mức 17,50 đô la một cổ phiếu vào ngày 11/8 đã trượt ngã xuống 14,31 đô la vào ngày 9/12. Đối với cả năm 1999, các cổ phiếu của Brown Shoe đã mất 17,6% [485].

Ngoài một cái tên hay và một chứng khoán nóng, các nhà đầu tư của Red Hat nhận được gì? Trong vòng chín tháng kết thúc vào ngày 30/11, công ty này đã tạo được 13 triệu đô la doanh thu, trên số đó nó chịu một thua lỗ ròng là 9 triệu đồ la[486]. Công việc kinh doanh của Red Hat chẳng lớn hơn bao nhiêu so với một cửa hàng bán đồ ăn ngon ờ góc phố - và kém sinh lời hơn rất nhiều. Song các nhà kinh doanh chứng khoán, được kích động bởi những từ như "phần mèm" và 'Internet", đã đầy giá trị tổng cộng của các cổ phiếu Red Hat lên đến 2,3 tỷ đô la vào ngày 9/12.

Còn Brown Shoe thì sao? Trong ba quý trước đó, công ty này đã tạo ra được 1,2 tỷ đô la doanh số ròng và 32 triệu đô la lợi tức. Brown Shoe có gần 5 đô la mỗi cổ phiếu dưới dạng tiền mặt và bất động sản; trẻ em vẫn tiếp tục mua giày Buster Brown. Vậy mà ngày 9/12 đó, chứng khoán của Brown Shoe có tổng trị giá là 261 triệu đô la, chỉ bằng 1/80 quy mô của Red Hat, mặc dù Brown Shoe có doanh thu gấp 100 lần của Red Hat. ở mức giá đó, Brown Shoe được định giá bằng 7_g6 lần lợi tức năm của nó và chưa bằng một phần tư doanh số năm của nó. Mặt khác, Red Hat không có một chút lợi nhuận nào, trong khi đó chứng khoán của nó được bán ở mức gấp trên 1.000 lần doanh số năm của nó.

Công ty Mũ Đỏ (Red Hat) vẫn tiếp tục làm vọt ra mực đỏ[487]. Chẳng bao lâu sau, chứng khoán của công ty này cũng như vậy. Còn Giầy Nâu (Brown Shoe) thì vẫn chậm rãi lê bước về phía nhiều lợi nhuận hơn - và các cổ đông của nó cũng vậy:

HÌNH 18-4: Red Hat so với Brown Shoe

	2000	2001	2002
Red Hat			
Tổng tỷ suất lợi nhuận (%)	–94,1	13,6	–16,8
Lợi tức ròng (triệu đô la)	–43	–87	–140
Brown Shoe			
Tổng tỷ suất lợi nhuận (%)	–4,6	28,2	49,5
Lợi tức ròng (triệu đô la)	36	36	–4

Ghi chú: Tổng tỷ suất lợi nhuận tính theo năm lịch; lợi nhuận ròng tính theo năm tài chính.

Nguồn.[ẫ] www.morningstar.com Chúng ta đã học được điều gì? Thị trường nhạo báng các nguyên tắc của Graham trong ngắn hạn, song cuối cùng thì các nguyên tắc đó lại luôn có hiệu lực. Nếu bạn mua một chứng khoán chỉ đơn giản là vì giá của nó đang lên - thay vì hỏi xem liệu giá trị cơ sở của công ty phát hành chứng khoán đó có đang tăng lên không - thì sớm hay muộn bạn sẽ thấy cực kỳ hối tiếc. Đó không phải là việc có thể sẽ xảy ra. Đó là việc chắc chắn sẽ xảy ra.

CHƯƠNG 19 CỐ đông và ban lãnh đạo: chính sách cổ tức Suốt từ năm 1934 đễn nay, chúng tôi đã biện luận trong các bài viết của mình để ủng hộ cho một thái độ thông minh và năng nổ của các cố đông đối với ban lãnh đạo của họ. Chúng tôi đã yêu cầu họ có một thái độ rộng lượng đối với những ai rõ ràng là đang thực hiện một công việc tốt. Chúng tôi cũng đã yêu cầu họ phải đòi hỏi những lời giải thích rõ ràng và thỏa đáng khi các kết quả có vẻ dường như là tồi tệ hơn so với lẽ ra phải có, và ủng hộ những động thái để cãi thiện hoặc loại bồ ban lãnh đạo rõ ràng là không hữu ích gì. Các cổ đông hoàn toàn có lý do xác đáng khi nêu các câu hỏi về trình độ của ban lãnh đạo khi các kết quả (1) tự chúng là không thỏa đáng, (2) là kém hơn so với các kết quả đạt được bời các công ty khác có vẻ có tình thể tương tự, và (3) dẩn đến một giá thị trường không thỏa đáng trong một thời gian dài.

Trong 36 năm qua, hầu như không có gì đã thực sự được thực hiện thông qua hành động thông minh của một khối lớn các cố đông. Một kẻ hô hào có đầu óc xét đoán - nễu như có bất kỳ kẻ nào như vậy-có lẽ sẽ coi điều đó như một dấu hiệu là anh ta đã tiêu phí thời gian, và tốt nhất là anh ta nên từ bồ trận chiến đấu. Như thực tế xảy ra, sự nghiệp của chúng tôi đã không thất bại; sự nghiệp đó đã được cứu nguy bằng một diễn biến từ bên ngoài - được biết đễn như là các vụ thâu tóm, hoặc các cuộc mặc cả giá thâu tóm (take-over bid)[488]. Chúng tôi đã nói trong chương 8 là các ban lãnh đạo tồi tệ thì sẽ tạo ra các giá thị trường tồi tệ. Các giá thị trường thấp, đến lượt nó, sẽ lôi kéo sự chú ý của các công ty quan tâm đễn việc đa dạng hóa các hoạt động của mình - mà các công ty như thể thì ngày nay nhiều không đếm xuể. Vô số các vụ thâu tóm như vậy được thực hiện bằng sự thỏa thuận với các ban lãnh đạo hiện tại, hoặc là bằng cách tích tụ các cổ phiếu trên thị trường và bằng các đẽ nghị được thực hiện ở trên đầu những người đang nắm quyền kiếm soát. Mức giá đưa ra thường là nằm trong phạm vi giá trị của doanh nghiệp đang nằm dưới sự quản lý của một ban lãnh đạo tương đối có trình độ. Do vậy, trong nhiều trường hợp, cố đông đại chúng trì trệ thường được bâo lãnh bời các hành động của "những kẻ bên ngoài" - những người đôi khi có thể là những cá nhân hoặc nhóm người mạnh dạn dám tự hành động.

Điẽu có thể được tuyên bố như là một quy tắc với rất ít ngoại lệ là các ban lãnh đạo tồi không bị thay đối bời hành động của "cổ đông đại chúng", mà chỉ bời sự biểu lộ quyền kiếm soát của một cá nhân hay một nhóm người nhỏ. Điẽu xảy ra khá thường xuyên những ngày này để cảnh báo một ban lãnh đạo, kê’ cả ban giám đốc, của một công ty tiêu biểu do đại chúng kiếm soát là nẽu các kết quả hoạt động và do đó giá thị trường của công ty là rất không thỏa đáng thì công ty đó có thể sẽ trở thành mục tiêu của một động thái thâu tóm thành công. Do vậy, các ban giám đốc có lẽ sẽ trở nên hiểu rõ hơn trách nhiệm cơ bản của mình so với trước đây để thấy rằng công ty của họ cần có một ban lãnh đạo cao nhất xứng đáng. Ngày càng có nhiều chủ tịch hội đồng quản trị bị thay đổi trong những năm gãn đây so với trước kia.

Không phải tất cả các công ty nằm trong nhóm không đạt kết quả thỏa đáng đều được lợi từ các diễn biến này. Ngoài ra, thay đổi thường chỉ xảy ra sau một khoảng thời gian dài có kết quả tồi tệ mà không có hành động nhằm khắc phục, và phụ thuộc vào các cổ đông quá thất

vọng đã bán các cổ phiếu của mình ở mức giá thấp để cho phép những người bên ngoài đầy năng động có thể thâu tóm được vị thế kiểm soát về mặt cổ phiếu. Song cái ý tưởng là các cổ đông đại chúng có thể thực sự tự giúp mình bằng cách ủng hộ các hành động để cải thiện ban lãnh đạo và các chính sách của ban lãnh đạo đã tỏ ra là quá ư viển vông để nhận được thêm chỗ trong cuốn sách này. Các cổ đông cá nhân nào đủ tháo vát để làm cho người ta nhận ra được sự hiện diện của mình tại các cuộc họp hằng năm - thường là một hoạt động hoàn toàn vô ích - sẽ không cần đến lời khuyên của chúng tôi là cần phải nêu lên những điểm nào với các ban lãnh đạo. Còn đối với những người khác thì lời khuyên đó chắc có lẽ sẽ là không hiệu quả. Mặc dù vậy, hãy cho phép chúng tôi kết thúc phần này với lời khẩn cầu là các cổ đông hãy xem xét với một đầu óc cởi mở và với một sự lưu ý thận trọng bất cứ một tài liệu ủy nhiệm nào được gửi tới họ bởi các đồng cổ đông muốn cứu vãn một tình thế quản lý rõ ràng là không đạtyêucầu trong công ty đó.

CỔ đông và chính sách cổ tức Trong quá khứ, chính sách cổ tức là một đối tượng tranh luận khá thường xuyên giữa các cổ đông đại chúng, tức là các cổ đông "thiểu số", và các ban lãnh đạo. Nói chung, các cổ đông này mong muốn có cổ tức hào phóng hơn, trong khi đó các ban lãnh đạo lại ưa thích giữ lại cổ tức trong doanh nghiệp nhằm "củng cố công ty". Họ yêu cầu các cổ đông hy sinh quyền lợi hiện tại của mình cho sự thịnh vượng của doanh nghiệp và cho lợi ích tương lai dài hạn của chính họ. Song trong những năm gần đây, thái độ của các nhà đầu tư đối với cổ tức đã trải qua sự thay đổi dần dần song đáng kể. Lập luận cơ bản hiện nay cho việc chi trả một cổ tức nhỏ hơn là rộng rãi không phải là vì công ty "cần" số tiền đó, mà là vì công ty có thể sử dụng tiền đó một cách có lợi trực tiếp và ngay lập tức cho các cổ đông bằng cách giữ lại các khoản đó cho sự mở rộng lời lãi. Nhiều năm trước đây, đó thường là một công ty nhỏ yếu ít nhiều bị buộc phải giữ lại lợi nhuận của nó, thay vì chi trả một khoản thông thường là 60% đến 75% lợi nhuận cho cổ tức. Tác động hầu như luôn là bất lợi đối với giá thị trường của các cổ phiếu. Ngày nay, đó lại thường là một doanh nghiệp mạnh đang tăng trưởng đã cố tính giảm mức chi trả cổ tức, với sự đồng tình của cả các nhà đầu tư lẫn các kẻ đầu cơ[489].

ở đây luôn có lý lẽ mạnh về về lý thuyết ủng hộ việc tái đầu tư lợi nhuận vào doanh nghiệp khi mà việc giữ lại lợi nhuận như vậy có thể được trông mong là sẽ tạo ra sự gia tăng khá lớn về lợi tức. Nhưng cũng có một loạt các lập luận phản bác mạnh mẽ, chẳng hạn như: lợi nhuận "thuộc về" các cổ đông, và họ có quyền yêu cầu được chi trả trong phạm vi giới hạn của sự quản lý cẩn trọng; nhiều người trong số các cổ đông cần thu nhập cổ tức để sinh sống; lợi tức mà họ nhận được dưới dạng cổ tức là "tiền tươi thóc thật", trong khi lợi tức bị công ty giữ lại sau này chưa chắc đã được thể hiện như là các giá trị hữu hình đối với cổ đông. Các lập luận phản bác này có sức thuyết phục đến nỗi trên thực tế, thị trường đã thể hiện một xu thế bền bỉ nghiêng một cách có lợi về phía các công ty chi trả cổ tức hào phóng so với các công ty không chi trả hoặc chi trả một khoản cổ tức nhỏ[490].

Trong 20 năm gần đây, lý thuyết "tái đầu tư sinh lời”

đã giành được chỗ đứng. Lịch sử tăng trưởng trong quá khứ càng tốt đẹp bao nhiêu, các nhà đầu tư và đầu cơ càng trở nên sẵn lòng bấy nhiêu trong việc chấp nhận một chính sách chi trả cổ tức thấp. Điều phần lớn đúng là trong nhiều trường hợp ưa thích tăng trưởng, tỷ lệ cổ tức - thậm chí trường hợp không có tí cổ tức nào - dường như có rất ít tác động đến giá thị trường[491].

Một vi dụ nối bật về diễn biến này được thấy trong lịch sử của công ty Texas Instruments. Giá cổ phiếu thường của công ty này đã tăng từ 5 đô la năm 1953 lên 256 đô la năm 1960, trong khi đó lợi tức tăng từ 43 xu lên 3,91 đô la trên một cổ phiếu và không có một cổ tức thuộc bất kỳ dạng nào được chi trả (trong năm 1962, cổ tức bằng tiền mặt bắt đầu được trả, song vào năm đó lợi tức đã tụt xuống 2,14 đô la và giá của nó đã cho thấy một cú rớt đãy ngoạn mục xuống mức thấp là 49 đô la).

Một vi dụ điển hình khác là trường hợp Superior Oil.

Trong năm 1948, công ty này thông báo lợi tức là 35,26 đô la trên một cổ phiếu, chi trả 3 đô la cổ tức, và được bán ra ở mức cao tới 235 đô la. Đến năm 1953, cổ tức giảm xuống còn 1 đô la, nhưng mức giá cao là 660 đô la. Năm 1957, công ty này không chi trả bất cứ cổ tức nào mà cổ phiếu được bán ở mức 2.000 đô la! Phát hành khác thường này sau đó đã giảm giá xuống còn 795 đô la vào năm 1962, khi mà nó lãi được 49,50 đô la và chi trả 7,50 đô la[492].

Cảm tình đầu tư còn lâu mới có thể được kết tinh trong vấn đê chính sách cổ tức của các công ty tăng trưởng. Các quan điểm trái ngược nhau được minh họa khá rồ qua trường hợp hai công ty lớn nhất của chúng ta là American Telephone & Telegraph và International Business Machines. American Tel. & Tel. đã được xem như một phát hành với các cơ hội tăng trưởng tốt, được thể hiện qua thực tế là năm 1961, chứng khoán này được bán ở mức giá gấp 25 lần lợi tức năm đó. Mặc dù vậy, chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt của công ty này vẫn là một sự cân nhắc về mặt đầu tư và đầu cơ có tầm quan trọng số một; giá niêm yết của chứng khoán này phản ứng tích cực thậm chí ngay cả đối với tin đồn là tỷ lệ chi trả cổ tức đang sắp sửa tăng lên. Mặt khác, dường như là có tương đối ít sự quan tâm được thể hiện đối với cổ tức bằng tiền mặt của IBM, công ty mà trong năm 1960 chỉ có một lợi tức 0,5% ở mức giá cao của năm đó, và 1,5% ở mức giá đóng cửa năm 1970 (song trong cả hai trường hợp này, sự chia tách chứng khoán đã hoạt động như một ảnh hưởng mạnh mẽ của thị trường chứng khoán).

Sự đánh giá của thị trường về chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt dường như là đang diễn biến theo chiều hướng sau đây: nơi mà trọng tâm hàng đầu không đặt vào sự tăng trưởng thì chứng khoán đó được đánh giá như là một "phát hành có lợi nhuận", và tỷ lệ chi trả cổ tức duy trì được tầm quan trọng lâu dài của nó như một yếu tố xác định hàng đầu đối với giá thị trường, ở một thái cực khác, các chứng khoán đã được công nhận một cách rõ ràng là thuộc vào loại tăng trưởng nhanh được đánh giá chủ yếu theo tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng, chẳng hạn

trong thập kỷ tới đây, và khi đó thì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt ít nhiều là bị loại ra khỏi vòng xem xét.

Trong khi lời tuyên bố trên đây có thể mô tả một cách thích hợp các xu hướng hiện tại, nó hoàn toàn không phải là một chỉ dẫn dứt khoát đối với tình huống của tất cả các cổ phiếu thường, và có lẽ cũng không phải là của đa số các cổ phiếu đó. Lý do trước hết là nhiều công ty chiếm một vị thế trung gian giữa các doanh nghiệp tăng trưởng và không tăng trưởng. Thật khó có thể nói được là bao nhiêu sự quan trọng có thể được quy cho nhân tố tăng trưởng trong các trường hợp đó, và cách nhìn nhận của thị trường về việc này có thể thay đổi hoàn toàn từ năm này sang năm khác. Thứ hai, dường như có một điều gì đó có tính chất nghịch lý trong việc yêu cầu các công ty đó phải thể hiện tốc độ tăng trưởng chậm hơn để có thể hào phóng hơn đối với việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Bởi vì đây thường là các công ty làm ăn kém phát đạt hơn, và trong quá khứ thì một công ty càng làm ăn phát đạt bao nhiêu thì kỳ vọng về sự chi trả hào phóng lẫn chi trả tăng lên sẽ càng lớn.

Chúng tôi tin rằng các cổ đông căn phải đòi hỏi từ các ban lãnh đạo của họ hoặc là một sự chi trả lợi tức bình thường - vào cữ khoảng hai phần ba - hoặc nếu không thì phải là một sự thê’ hiện rõ ràng rằng các khoãn lợi nhuận được tái đầu tư trở lại sẽ có thể tạo ra một mức tăng thỏa đáng về lợi tức trên mỗi cổ phiếu. Sự thế hiện như vậy thông thường có thể được thực hiện trong trường hợp của một công ty tăng trưởng đã được thừa nhận. Song trong nhiều trường hợp khác, một mức chi trả thấp chắc chắn sẽ là nguyên nhân tạo nên một mức giá thị trường trung bình nằm dưới giá trị hợp lý, và như thế thì các cổ đông có mọi quyền để yêu cầu tìm hiểu và có thê’ là khiếu nại.

Một chính sách hà tiện thường được áp đặt lên một công ty bởi vì tình trạng tài chính của công ty đó là tương đối yếu kém, và công ty đó cần toàn bộ hoặc phần lớn lợi nhuận của mình (cộng với các chi phí khấu hao) để trả nợ và để củng cố cho vị thế vốn lưu động của mình. Nếu như vậy thì không có gì nhiều để các cổ đông có thể nói về điều đó - có lẽ chỉ trừ việc phê phán ban lãnh đạo là đã đề cho công ty rơi vào một tình trạng tài chính không thỏa đáng như vậy. Tuy nhiên, đôi khi cổ tức được duy trì ờ mức thấp bởi các công ty tương đối kém phát đạt nhằm mục đích được tuyên bố là phát triển doanh nghiệp. Chúng tôi cảm thấy rằng một chính sách như vậy cứ theo bê ngoài mà xét là phi lý, và sẽ đòi hỏi cả sự giải thích toàn diện lẫn một sự bảo vệ có tính thuyết phục trước khi các cổ đông có thể chấp nhận nó. Xét theo số liệu kết quả hoạt động quá khứ thì không có lý do gì đề tin trước được là những người sở hữu sẽ có lợi từ các hoạt động mở rộng được thực hiện bằng chính đồng tiền của họ bởi một doanh nghiệp thể hiện các kết quả rất yếu kém mà vẫn tiếp tục duy trì ban lãnh đạo cũ.

Cổ tức được trả bằng chứng khoán và chia tách chứng khoán Một điều quan trọng là các nhà đầu tư cần hiểu được sự khác nhau về thực chất giữa cổ tức được trả bằng chứng khoán (theo đúng nghĩa) và chia tách chứng khoán. Chia tách chứng khoán thực ra là sự trình bày lại cơ cấu của cổ phiếu thường - trong trường hợp tiêu biểu là bằng cách phát hành hai hay ba cổ

phiếu thay cho một cổ phiếu hiện đang lưu hành. Các cổ phiếu mới không có liên quan đến lợi tức cụ thể được tái đầu tư trong một giai đoạn cụ thể trong quá khứ. Mục đích của chia tách chứng khoán là nhằm xác lập một giá thị trường thấp hơn đối với cổ phiếu riêng lẻ, có thể là bởi vì dải giá thấp như vậy sẽ là dễ chấp nhận hơn đối với các cổ đồng cũ và mới. Một chia tách chứng khoán có thể được thực hiện bằng một cách mà về mặt kỹ thuật có thể gọi là cổ tức được trả bằng chứng khoán, trong đó có việc chuyển một lượng tiền từ thặng dư lợi tức[493] vào tài khoản vốn; hoặc bằng một cách khác là thay đổi mệnh giá mà không ảnh hưởng gì đến tài khoản thặng dư[494].

Cái mà chúng ta cần phải gọi là một cổ tức trả bằng chứng khoán theo đúng nghĩa là một cổ tức được chi trả cho các cổ đông để cho họ một bằng chứng hoặc một sự thể hiện hữu hình về lợi tức cụ thể đã được tái đầu tư vào doanh nghiệp cho tài khoản của họ trong một giai đoạn tương đối ngắn trong quá khứ gần đây - chẳng hạn như không quá hai năm trước đó. Điều ngày nay đã trở thành một thông lệ được chấp nhận rộng rãi là xác định giá trị của một cổ tức trả bằng chứng khoán ở mức giá trị xấp xỉ tại thời điểm tuyên bố, và chuyên một lượng tiền bằng giá trị đó từ thặng dư lợi tức vào các khoản vốn. Như vậy, số tiền của một cổ tức trả bằng chứng khoán tiêu biểu thường là khá nhỏ - trong hầu hết các trường hợp thường là không quá 5%. về thực chất, cổ tức trả bằng chứng khoán thuộc dạng này có cùng một tác động tổng thể giống như việc chi trả một lượng tiền mặt tương đương từ lợi tức khi đi kèm theo việc bán ra các cổ phiếu bổ sung với tổng giá trị như vậy cho các cổ đông. Tuy nhiên, một cổ tức trả bằng chứng khoán trực tiếp như vậy có một ưu điểm quan trọng về mặt thuế so với cách kết hợp giữa cổ tức bằng tiền mặt với các quyền đăng ký mua chứng khoán, điều hầu như đã trở thành thông lệ tiêu chuẩn đối với các công ty cung cấp dịch vụ tiện ích công cộng.

Sở Giao dịch chứng khoán New York đã đặt ra con số là 25% như một đường phân chia thực tế giữa chia tách chứng khoán và cổ tức trả bằng chứng khoán. Số 25% đó hoặc hơn nữa không cần kèm theo việc chuyển giá trị thị trường của chúng từ thặng dư lợi tức sang vốn, và vân vân[495]. Một số công ty, đặc biệt là các ngân hàng, vẫn tuân thủ thông lệ cũ là công bố bất kỳ loại cổ tức bằng chứng khoán nào mà họ thích - chẳng hạn như cổ tức 10%, không liên quan đến lợi tức gần đây - và các trường hợp như vậy đã gây những lúng túng không mong muốn trong thế giới tài chính.

Đã từ lâu chúng tôi ủng hộ mạnh mẽ một chính sách có hệ thống và được nêu một cách rõ ràng liên quan đến việc chi trả tiền mặt và cổ tức trả bằng chứng khoán. Với một chính sách như vậy¸ cổ tức trả bằng chứng khoán được chi trả một cách đều đặn để chuyển thành vốn (vốn hóa) toàn bộ hoặc một phần được ấn định của lợi tức đã được tái đầu tư vào doanh nghiệp. Một chính sách như vậy - bao trùm 100% lợi tức được tái đầu tư - đã được theo đuổi bởi Purex, Government Employees Insurance (GEICO, công ty Bảo hiểm Nhân viên Chính quyền), và có lẽ một số công ty khác nữa[496].

Cổ tức trả bằng chứng khoán thuộc mọi dạng dường như bị hầu hết các tác giả nghiên cứu về vấn đề này không chấp nhận. Họ khẳng định rằng cổ tức trả bằng chứng khoán không có gì khác hơn là những tờ giấy, rằng nó chẳng cho các cổ đông bất kỳ một cái gì mà họ đã không có trước đây, và nó chỉ đưa đến những chi phí và phiền toái không cần thiết[497]. về phần mình, chúng tôi xem đây là một quan điểm hoàn toàn giáo điều, bởi vì nó không tính gì đến các thực tế về mặt tâm lý của đầu tư. Thực vậy, một cổ tức trả bằng chứng khoán đều đặn - chẳng hạn là 5% - chỉ thay đổi "hình thức" đầu tư của chủ sở hữu. Anh ta có 105 cổ phiếu thay cho 100 cổ phiếu; song nếu không có cổ tức trả bằng chứng khoán thì 100 cổ phiếu ban đầu có lẽ cũng có quyền lợi chủ sở hữu như được ẩn chứa trong 105 cổ phiếu hiện có. Mặc dù vậy, sự thay đổi về hình thức đầu tư thực ra lại có tầm quan trọng và giá trị thực sự đối với nhà đầu tư. Nếu anh ta muốn đổi sang tiền mặt các cổ phiếu từ phần lợi nhuận được tái đầu tư của mình, anh ta có thể làm điều đó bằng cách bán đi chứng chỉ mới được gửi cho anh ta, thay vì chia tách chứng chỉ ban đầu. Anh ta có thể trông đợi sẽ nhận được cùng một tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt đối với 105 cổ phiếu như là tỷ lệ trước kia đối với 100 cổ phiếu của mình; một mức tăng 5% đối với tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt mà không có cổ tức trả bằng chứng khoán là điều găn như không thê’ xảy ra được[498].

Ưu điểm của chính sách chia cổ tức bằng chứng khoán đêu đặn được thể hiện rõ nhất khi chính sách này được so sánh với thông lệ thường áp dụng của các công ty tiện ích công cộng trong việc chi trả các cổ tức tiền mặt hào phóng rồi sau đó lấy lại một phần khá lớn số tiền này từ các cổ đông bằng cách bán cho họ chứng khoán bổ sung (thông qua quyền đăng ký mua)[499]. Như chúng tôi đã nêu ở trên, các cổ đông có lẽ sẽ thấy là họ cũng ở đúng vào vị thế đó nếu như họ nhận cổ tức bằng chứng khoán thay cho sự kết hợp khá phổ biến giữa cổ tức tiền mặt và tiếp theo đó là quyền đăng ký chứng khoán - ngoại trừ một điêu là họ sẽ tiết kiệm được khoản thuế thu nhập mà lẽ ra họ phải đóng đối với cổ tức bằng tiền mặt. Những ai cần hoặc mong muốn có mức thu nhập bằng tiền mặt hằng năm cao nhất nhưng không có chứng khoán bổ sung thì có thể nhận được kết quả này bằng cách bán cổ tức bằng chứng khoán của họ, theo đúng cái cách mà họ bán quyền đăng ký mua của mình theo thông lệ hiện nay.

Tổng số tiền thuế thu nhập có thể tiết kiệm được bằng cách thay thế cổ tức trả bằng chứng khoán bằng một sự kết hợp cổ tức trả bằng chứng khoán cộng với quyền đăng ký mua hiện tại là rất lớn. Chúng tôi đề nghị là thay đổi này cần được thực hiện bởi các công ty tiện ích công cộng, tuy có tác động bất lợi của chúng đối với Bộ Tài chính Mỹ, bởi vì chúng tôi tin tưởng rằng sẽ là hoàn toàn không công bằng khi áp đặt thuế thu nhập lên khoản lợi tức mà các cổ đông đã không thực sự nhận được, bởi vì các công ty đã lấy lại số tiền đó thông qua việc bán chứng khoán[500].

Các công ty có hiệu suất cao thường xuyên hiện đại hóa trang thiết bị của mình, sản phẩm của mình, cách hạch toán của mình, các chương trình đào tạo quản lý của mình, các mối quan hệ với nhân viên của mình. Đã đến lúc họ cần nghĩ về việc hiện đại hóa các thông lệ

thực hành tài chính chủ yếu của mình, mà trong đó một bộ phận không kém phần quan trọng là chính sách cổ tức của mình.

BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 19 Những sự không thành thật nguy hiểm nhất là sự thật bị bóp méo đi một chút.

- G.C. Lichtemberg vì SAO GRAHAM CAM CHỊU THUA cuộc?

CÓ lẽ không có một phần nào trong cuốn Nhà đầu tư thông minh lại bị Graham thay đổi nhiều hơn phần này. Trong lần xuất bản đầu tiên, chương này là một trong hai chương chạy kéo dài suốt 34 trang. Mục ban đầu ("Nhà đầu tư với tư cách là người sở hữu doanh nghiệp") đè cập tới quyền biểu quyết, các phương cách để đánh giá chất lượng của ban lãnh đạo doanh nghiệp, và các kỹ thuật đề phát hiện các xung đột về quyền lợi giữa những người trong nội bộ công ty và các nhà đầu tư bên ngoài. Tuy nhiên, trong lần xuất bản được chỉnh sửa lần cuối cùng của mình, Graham đã rút gọn toàn bộ phần phân tích này xuống còn chưa đãy tám trang cô đọng về cổ tức.

Vì sao Graham lại cắt đi hơn ba phần tư lập luận ban đầu của mình? Rõ ràng là sau nhiều thập kỷ hô hào, ông đã từ bỏ hy vọng là các nhà đầu tư một lúc nào đó sẽ có bất kỳ mối quan tâm nào đến việc giám sát hành vi của các giám đốc doanh nghiệp.

Song nạn dịch các vụ bê bối gần đây - các tố cáo về hành vi sai trái của ban lãnh đạo, về công việc kế toán mờ ám, và các thủ đoạn về thuế tại các công ty lớn như AOL, Enron, Global Crossing, Sprint, Tyco và WorldCom - là lời cảnh tỉnh nghiêm khắc rằng các cảnh báo trước đó của Graham về nhu cầu phải thường xuyên cảnh giác trở nên ngày càng quan trọng hơn bao giờ hết. Hãy cho phép chúng tôi đưa trở lại đây các cảnh báo đó và thảo luận về chúng dưới ánh sáng của các sự kiện ngày nay.

LÝ THUYẾT so VỚI THỰC TẾ Graham bắt đầu phân tích ban đầu (1949) của ông về "Nhà đầu tư với tư cách là người sở hữu doanh nghiệp" bằng cách chỉ ra là về lý thuyết "các cổ đông xét như một giai cấp là vua. Khi hành động như một đa số, họ có thể thuê và sa thải ban lãnh đạo và buộc họ phải hoàn toàn tuân theo ý chí của mình." Song trên thực tế, Graham nói:

"Các cổ đông là hoàn toàn vô tích sự. Với tư cách là một giai cấp, họ đã không thể hiện được cả sự thông minh lẫn sự cảnh giác. Họ biểu quyết như những con cừu về bất cứ cái gì mà ban lãnh đạo khuyến nghị, bất kể là quá trình thực thi nhiệm vụ của ban lãnh đạo có tồi tệ đến đâu... Cách duy nhất để làm cho một cổ đông Mỹ trung bình thực hiện một hành động thông minh một cách độc lập là nổ một quả pháo dưới chân anh ta... Chúng tôi không thể cưỡng lại việc chỉ ra một thực tế có tính nghịch lý là Chúa Jesus có lẽ là một nhà kinh doanh thực dụng hơn nhiều so với các cổ đông Mỹ."[501].

Graham muốn bạn nhận thức được một điều rất đơn giản song lại sâu sắc đến khó tin: khi bạn mua một chứng khoán, bạn đã trở thành người sở hữu công ty đó. Các giám đốc của công ty đó, cho đến tận cả tổng giám đốc, đang làm việc cho bạn. Ban giám đốc của công ty đó phải chịu trách nhiệm trước bạn. Tiền của công ty đó thuộc về bạn. Các doanh nghiệp

trong công ty đó là tài sản của bạn. Nếu bạn không thích cái cách mà công ty đang được điều hành, bạn có quyền yêu cầu các nhà quản trị phải bị cách chức, các giám đốc bị thay thế hoặc tài sản phải bị bán đi. "Các cổ đông", Graham tuyên bố, "cần phải tỉnh giấc"[502].

NGƯỜI SỞ HỮU THÔNG MINH Các nhà đầu tư ngày nay đã quên mất thông điệp của Graham. Họ đặt hầu hết nỗ lực của mình vào việc mua chứng khoán, một chút nỗ lực vào việc bán chứng khoán - và không một nỗ lực nào cho việc sở hữu chứng khoán. "Chắc chắn", Graham lưu ý chúng ta; "có nhiều lý do ngang nhau để áp dụng sự thận trọng và suy xét trong cả việc là một cổ đồng và trở thành một cổ đông"[503].

Vậy bạn, với tư cách một nhà đầu tư thông minh, cần phải làm gì để là một người sở hữu thông minh? Graham bắt đầu bằng việc nói với chúng ta rằng "chỉ có hai câu hỏi cơ bản mà các cổ đông cần phải lưu tâm đến:

1. Ban lãnh đạo có tương đối hiệu quả không?

2. Các quyền lợi của một cổ đồng trung bình bên ngoài có được thừa nhận một cách thỏa đáng không?"[504] Bạn cần đánh giá tính hiệu quả của ban lãnh đạo bằng cách so sánh mức độ lợi nhuận, quy mô và năng lực cạnh tranh của mỗi một công ty so với các công ty tương tự trong ngành đó. Điều gì sẽ xảy ra nếu như bạn kết luận là các giám đốc không đạt được hiệu quả? Khi đó thì, như Graham khẳng định:

"Một số ít các cổ đông lớn sẽ phải nhận thức được rằng sự thay đổi là cần thiết và họ sẽ phải mong muốn hành động để đạt được điều đó. Thứ hai, các cổ đông bình dân cũng phải đủ phóng khoáng để đọc các tài liệu ủy nhiệm và cân nhắc các lập luận của cả hai bên. ít nhất họ cũng cần phải biết được là khi nào công ty của họ đã trở nên kém phát đạt và cần phải sẵn sàng yêu cầu điều gì đó hơn là những lời nói vòng vo rào đón để bào chữa của ban lãnh đạo đương nhiệm. Thứ ba, điều có lẽ hữu ích nhất là khi các con số cho thấy một cách rõ ràng là các kết quả ở dưới mức trung bình, nếu việc gọi đến những "kỹ thuật gia" về kinh doanh từ bên ngoài để lấy ý kiến về các chính sách và năng lực của ban lãnh đạo trở thành một thói quen[505].

'Tài liệu ủy nhiệm" là gì và vì sao Graham lại yêu cầu bạn đọc tài liệu đó? Trong báo cáo ủy nhiệm (proxy statement) của mình được gửi tới tất cả các cổ đông, một công ty thông báo chương trình nghị sự của cuộc họp hằng năm của công ty và cho biết chi tiết về bổng lộc (compensation) và sở hữu chứng khoán của các thành viên hội đồng quản trị và các giám đốc, cũng như các giao dịch giữa những người nội bộ với công ty đó. Các cổ đông được yêu cầu biểu quyết là chọn công ty kiểm toán nào để kiểm tra các sổ sách và ai sẽ được làm việc tại ban giám đốc. Nếu bạn sử dụng lẽ hiểu thông thường để đọc tài liệu ủy nhiệm thì tài liệu đó có lẽ giống như con chim hoàng yến trong một mỏ than (a canary in a coal mine) - là một hệ thống cảnh báo sớm cho biết là có một cái gì đó đang trục trặc (xem phần đóng khung về công ty Enron dưới đây).

ENRON ĐÃ ĐI ĐẾN KẾT THÚC(1) Ngược trở lại năm 1999, công ty Enron được xếp thứ bảy trong danh mục 500 công ty hàng đầu nước Mỹ của tạp chí Fortune. Doanh thu, tài sản và lợi nhuận của công ty năng lượng khổng lồ này vút lên như tên lửa.

Song điều gì xảy ra nếu như nhà đầu tư bỏ qua các con số đẫy vẻ quyến rũ và lộng lẫy - và chỉ đơn giản là đặt báo cáo ủy nhiệm năm 1999 của Enron dưới kính hiển vi của lẽ hiểu thông thường? Dưới tiêu đe "Một số giao dịch" ("Certain Transactions"), bản báo cáo ủy nhiệm này đã tiết lộ là Andrew Fastow, giám đốc tài chính của Enron, là "thành viên điều hành" của hai công ty hợp danh (partnership), LJM1 và LJM2, là các công ty đã mua "các đầu tư có liên quan đến năng lượng và truyền thông". Và LJM1 và LJM2 đã mua từ đâu? Tại sao lại không phải từ một nơi nào khác mà lại từ Enron! Bản báo cáo ủy nhiệm cho biết là các công ty hợp danh này đã mua 170 triệu đô la tài sản từ Enron- đôi khi bằng cách sử dụng tiền vay từ Enron.

Nhà đàu tư thông minh có lẽ sẽ hỏi ngay lập tức là:

• Các giám đốc của Enron có chấp thuận vụ dàn xếp này không? (Báo cáo ủy nhiệm nói rằng có).

• Liệu Fastow có nhận được một phần lợi nhuận của LJM? (Báo cáo ủy nhiệm nói rằng có).

• Với tư cách là giám đốc tài chính của Enron, liệu Fastow có trách nhiệm phải hành động hoàn toàn vì lợi ích của các cổ đông của Enron? (Tất nhiên rồi).

• Như vậy liệu Fastow có buộc lòng phải đạt được giá tối đa cho bất kỳ tài sản nào mà Enron bán? (Phải như vậy).

• Song nếu như LJM trả giá cao hơn cho tài sản của Enron, liệu điều này có hạ thấp lợi nhuận tiềm năng của LJM - và lợi nhuận riêng của Fastow? (Rõ ràng là vậy).

• Mặt khác, nếu LJM trả giá thấp hơn, liệu điều đó có làm tăng lợi nhuận của Fastow và các công ty hợp danh của ông ta, song lại làm tổn hại đến lợi nhuận của Enron? (Hiển nhiên là vậy).

• Liệu Enron có cho các công ty hợp danh của Fastow vay bất kỳ số tiền nào để mua các tài sản của Enron mà từ đó có thể tạo ra lợi nhuận riêng cho Fastow? (Cái gì thế?!).

• Liệu tất cả những điều đó có tạo ra các xung đột về lợi ích cực kỳ đáng lo ngại không? (Không thể có một câu trả lời nào khác).

• Vụ dàn xếp này đã nói lên điều gì về óc suy xét của các giám đốc đã chấp thuận nó? (Nó nói rằng bạn cần mang các đồng đô la đầu tư của bạn đi nơi khác).

Có hai bài học thật rõ ràng nổi lên từ thảm họa này: đừng bao giờ đào quá sâu vào những con số mà bạn đã kiểm tra lẽ hiểu thông thường của mình ngay từ cửa, mà hãy luôn luôn đọc báo cáo ủy nhiệm trước khi (và sau khi) bạn mua một chứng khoán.

1 Tác giả chơi chữ: "đi đến kết thúc" (End-run), viết và đọc gần giống như Enron. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

Vậy mà xét về trung bình thì có từ một phần ba đến một nửa các nhà đầu tư cá nhân đã không tham gia biểu quyết về các tài liệu ủy nhiệm[506]. Không biết họ có buồn đọc các tài liệu đó không?

Hiểu và biểu quyết về tài liệu ủy nhiệm là điều rất cơ bản để là một nhà đầu tư thông minh, cũng giống như việc theo dối tin tức và biểu quyết theo lương tâm của bạn là điều rất quan trọng đề là một người công dân tốt. Việc bạn đang sở hữu 10% một công ty hay, với một số lượng nhỏ bé 100 cổ phiếu bạn chỉ sở hữu có 1/10 của 1% công ty đó không phải là điều quan trọng. Nếu bạn chưa bao giờ đọc báo cáo ủy nhiệm về một chứng khoán mà bạn sở hữu, và công ty đi đến chỗ sụp đổ, người duy nhất mà bạn cần phải buộc tội là chính bản thân bạn. Nếu bạn có đọc báo cáo ủy nhiệm và thấy những điều làm bạn lo lắng, khi đó hãy:

• biểu quyết chống lại tất cả các giám đốc để cho họ thấy là bạn không chấp nhận • dự buổi họp hằng năm và phát biểu về quyền của bạn • tìm một bảng thông báo trực tuyến dành cho chứng khoán (giống như các bảng tại trang web http://finance.yahoo.com) và tập hợp các nhà đầutưkhác đề cùng tham gia vào sự nghiệp của bạn.

Graham có một ý tưởng nữa có thể có lợi cho các nhà đầu tư ngày nay:

"... có một số lợi thế có thể đạt được thông qua việc lựa chọn một hoặc nhiều giám đốc chuyên nghiệp và độc lập. Đó phải là những người có kinh nghiệm kinh doanh rộng rãi, có cách nhìn đãy sáng kiến và kinh nghiệm về các vấn đề của doanh nghiệp... Họ sẽ phải đệ trình một báo cáo năm riêng được gửi trực tiếp cho các cổ đông, trong đó nêu quan điểm của họ về vấn đe chủ yếu mà những người sở hữu doanh nghiệp quan tâm: "Liệu doanh nghiệp có nên nêu các kết quả thực hiện cho các cổ đông bên ngoài là những người có thể kỳ vọng về điều này với một ban lãnh đạo phù hợp? Nếu không, thì tại sao - và cãn phải làm gì về việc này?"[507].

Người ta chỉ có thể hình dung được sự sững sờ mà đề xuất của Graham có thể gây ra đối với tụi bạn chí cốt của doanh nghiệp và tụi bạn cùng đánh golf, những kẻ đang chiếm số đông trong số các giám đốc "độc lập" ngày nay (chúng ta sẽ không giả định là điều này có thể gây ra sự rùng mình sợ hãi dọc theo sống lưng của họ, bởi vì hầu hết các giám đốc độc lập dường như là không có xương sống).

VẬY RỐT CUỘC ĐÓ LÀ TIỀN CỦA AI?

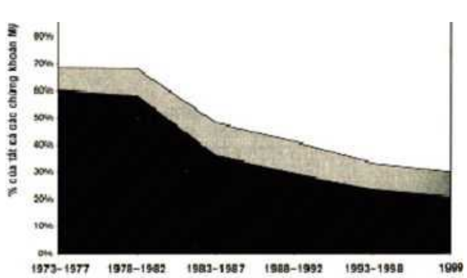
Bây giờ xin bạn hãy nhìn vào tiêu chí thứ hai của Graham - là liệu ban lãnh đạo có hành động vì quyền lợi cao nhất của các nhà đầu tư bên ngoài hay không. Các giám đốc luôn luôn nói với các cổ đông là họ - các giám đốc - là người biết rõ nhất cần phải làm gì với tiền của công ty. Graham đã nhìn thấu cái trò bịp bợm này của các giám đốc:

"Một ban lãnh đạo công ty có thể điều hành doanh nghiệp đó khá tốt nhưng lại không mang đến cho các cổ đông bên ngoài các kết quả thỏa đáng đối với họ, bởi vì hiệu quả của ban lãnh đạo chỉ giới hạn vào các hoạt động chứ không mở rộng sang việc sử dụng vốn một cách tốt nhất. Mục đích của hoạt động có hiệu quả là sản xuất ra với chi phí thấp nhất và tìm ra được những mặt hàng có lợi nhuận cao nhất để bán. Việc sử dụng vốn hiệu quả đòi hỏi là tiền của các cổ đông phải được sử dụng dưới các dạng phù hợp nhất đối với quyền lợi của họ. Đây là một vấn đề mà ban lãnh đạo, kiểu như vậy, không mấy quan tâm. Thực vậy, ban lãnh đạo như thế hầu như luôn chỉ muốn có được càng nhiều vốn càng tốt từ những người sở hữu công ty, nhằm mục đích là giảm thiểu các khó khăn về tài chính của chính ban lãnh đạo đó. Như vậy, một ban lãnh đạo tiêu biểu sẽ hoạt động với số vốn nhiều hơn mức cần thiết, nếu như các cổ đông cho phép điều đó - mà thường là họ cho phép"[508].

Vào cuối những năm 1990 và đầu những năm 2000, các ban lãnh đạo của các công ty công nghệ hàng đầu đã đẩy cái quan điểm "Bố là người biết rõ nhất" này lên các thái cực mới. Lập luận nêu ra là kiểu như thế này: Vì sao bạn lại đòi hỏi cổ tức trong khi chúng tôi có thể đầu tư số tiền đó cho bạn và biến nó thành giá cổ phiếu cao hơn? Hãy nhìn vào cách mà chứng khoán của chúng ta đang lên - chẳng phải điều đó chứng tỏ là chúng tôi có thể biến những đồng xu của bạn thành những đồng đô la tốt hơn bạn hay sao?

Thật không thể tin nổi, các nhà đầu tư đã bị lừa cả chì lẫn chài. "Bố biết rõ nhất" đã trở thành một nguyên tắc chỉ đạo đến mức là cho đến năm 1999, chỉ có 3,7% các công ty bán chứng khoán của mình lần đầu tiên ra công chúng trong năm đó là chi trả cổ tức - giảm từ mức trung bình là 72,1% của tất cả các IPO trong những năm 1960[509]. Hãy thử nhìn xem tỷ lệ phần trăm các công ty chi trả cổ tức (được thể hiện bởi phần bôi đen) đang teo tóp đi như thế nào:

Hình 19-1 Ai chỉ trả cổ tức 1CO-H 0ƠV”



0 ctiưa b30 QIT chĩ Irã 1 i NrtOngcùngtytCffigcwtriollire ■ Nliunfl C6ng lyteng 0» trà Nguồn: Eugene Fama và Kenneth French, "ª Cổ tức đang biến mất", journal of Financial Economics, tháng 4/2001.

Song "bố biết rõ nhất" không phải là cái gì khác ngoài sự nhảm nhí. Trong khi một số công ty đưa tiền của mình vào việc sử dụng hợp lý thì rất nhiều công ty rơi vào hai loại khác là: các công ty đã hoang phí tiền đó và các công ty đó đã chất đống tiền nhanh hơn là có khả năng chi tiêu chúng.

ở trong nhóm thứ nhất, Priceline.com đã gạch sổ (write off) 67 triệu đô la thua lỗ trong năm 2000, sau khi khởi sự các kinh doanh mạo hiểm trong lĩnh vực hàng tạp hóa và xăng dầu, trong khi đó Amazon.com đã phá tan ít nhất là 233 triệu đô la của cải của các cổ đông bằng cách "đầu tư" vào các quả bom chấm[510] như kiểu Webvan và Ashford.com[511]. Và hai thua lỗ lớn nhất cho đến nay đã từng ghi nhận được - 56 tỷ đô la trong năm 2001 của JDS Uniphase và 99 tỷ đô la trong năm 2002 của AOL Time Warner - đã xảy ra sau khi các công ty đã chọn cách không chi trả cổ tức mà sáp nhập với các hãng khác vào thời điểm khi các cổ phiếu của họ được định giá cao đến mức thô bỉ[512].

Trong nhóm thứ hai, hãy xem đến việc là công ty Oracle đã chất đống được 5 tỷ đô la tiền mặt vào cuối năm 2001. Cisco Systems cũng đã tích lũy được ít nhất là 7,5 tỷ đô la. Microsoft đã chất một đống tiền cao như núi là 38,2 tỷ đô la - và trung bình cứ mỗi giờ lại tăng thêm 2 triệu đô la nữa[513]. Vậy thì đó có phải là khoản tiết kiệm cho tương lai thiếu thốn đến vậy mà Bill Gates đã mong đợi không?

Như vậy, các bằng chứng thực tế đã cho thấy một cách rõ ràng là nhiều công ty đã không biết làm cách nào để biến số tiền thừa thãi của mình thành lợi nhuận bổ sung. Bằng chứng về thống kê đã nói với chúng ta điều gì?

• Nghiên cứu của các nhà quản lý tiền tệ Robert Arnott và Clifford Asness đã tìm ra là khi mà cổ tức hiện tại thấp thì lợi tức tương lai của công ty cũng thấp, và khi mà cổ tức hiện tại cao thì lợi tức tương lai cũng sẽ cao. Trong các giai đoạn 10 năm, tốc độ tăng trưởng lợi tức trung bình cao hơn 3,9 điểm trong trường hợp cổ tức cao so với trong trường hợp cổ tức thấp[514].

• Các giáo sư môn kế toán của Đại học Columbia là Doron Nissim và Amir Ziv đã thấy rằng công ty nào tăng cổ tức của mình thì công ty đó không chỉ có mức sinh lợi chứng khoán cao hơn mà còn có "sự tăng cổ tức liên quan đến mức độ lợi nhuận trong tương lai cao hơn trong ít nhất là bốn năm sau khi có sự thay đổi về cổ tức"[515].

Nói một cách ngắn gọn, hầu hết các giám đốc nói sai khi họ bảo rằng họ có thể đem tiền của bạn vào sử dụng tốt hơn so với bạn. Chi trả cổ tức không phải là đảm bảo cho kết quả tuyệt vời, song điều này sẽ cải thiện mức sinh lợi của một chứng khoán tiêu biểu bằng cách giật ra

khỏi tay các giám đốc ít nhất là một số tiền nào đó trước khi các giám đốc đó có thể hoang phí số tiền đó hoặc mang đi mất.

BÁN THẤP, MUA CAO Thế còn lập luận rằng các công ty có thể đưa số tiền dư thừa vào sử dụng tốt hơn bằng cách mua lại các cổ phiếu của chính mình? Khi một công ty mua lại một phần chứng khoán của mình, điều đó làm giảm số lượng cổ phiếu của công ty đang lưu hành. Thậm chí nếu lợi nhuận ròng của công ty vẫn giữ nguyên không thay đổi thì lợi tức trên một cổ phiếu của công ty đó sẽ tăng lên, bởi vì tổng lợi nhuận sẽ được rải ra trên một số lượng cổ phiếu ít hơn. Điều này đến lượt nó chắc sẽ làm tăng giá chứng khoán. Song còn tốt hơn nữa là, không giống như cổ tức, việc mua lại không bị đánh thuế đối với các nhà đầu tư nào không bán cổ phiếu của mình[516]. Như vậy, điều này làm tăng trị giá chứng khoán của họ mà không làm tăng số tiền thuế mà họ phải đóng. Và nếu như các cổ phiếu là rẻ thì việc chi ra số tiền còn dư thừa để mua lại chúng là một sự sử dụng tuyệt vời đối với vốn của công ty đổ[517].

Tất cả điều đó về lý thuyết là đúng. Song điều đáng tiếc là trong thế giới thực, việc mua lại chứng khoán đã đi tới chỗ là nhằm phục vụ cho một mục đích chỉ có thể được mô tả là nham hiểm. Ngày nay khi mà khoản bảo đảm quyền chọn mua chứng khoán đã trở thành một phần bổng lộc lớn đến vậy cho các giám đốc, nhiều công ty - đặc biệt là trong các ngành công nghệ cao - sẽ phải phát hành hàng trăm triệu cổ phiếu đề cho các giám đốc sử dụng các quyền chọn mua đó của họ[518]. Song điều này chắc sẽ làm tăng số các cổ phiếu đang lưu hành và làm giảm lợi tức trên một cổ phiếu. Để làm giảm đi sự pha loãng đó, các công ty đó sẽ phải quay trở lại mua hàng triệu cổ phiếu trên thị trường mở. Tính đến năm 2000, các công ty đã chi một tỷ lệ kinh hoàng là 41,8% tổng thu nhập ròng của mình để mua lại chính các cổ phiếu của họ - tăng từ 4,8 % năm 1980[519].

Hãy nhìn xem Oracle Corp., một công ty phần mềm khổng lồ. Trong khoảng thời gian từ 1/6/1999 đến 31/ 5/2000, Oracle đã phát hành 101 triệu cổ phiếu loại thường cho các giám đốc cấp cao của mình và thêm 26 triệu cổ phiếu nữa cho các nhân viên với cái giá là 484 triệu đô la. Trong khi đó, để giữ cho việc sử dụng các quyền chọn trước đó không làm loãng lợi tức trên một cổ phiếu của mình, Oracle đã chi 5,3 tỷ đô la - tức là 52% tổng doanh thu của công ty trong năm đó - để mua lại 290,7 triệu cổ phiếu. Oracle đã phát hành chứng khoán cho những người trong nội bộ công ty ở mức giá trung bình 3,53 đô la trên một cổ phiếu và mua lại chứng khoán đó ở mức giá trung bình là 18,26 đô la. Bán thấp, mua cao: đây liệu có phải là một cách để "nâng cao" giá trị cổ đông[520]?

Tới năm 2002, chứng khoán của Oracle đã rớt xuống còn không bằng một nửa mức đỉnh của nó trong năm 2000. Giờ đây, khi các cổ phiếu của nó đã trở nên rẻ hơn, liệu Oracle có vội vã và mua lại nhiều chứng khoán hơn không? Trong khoảng thời gian từ 1/6/ 2001 đến 31/5/2002, Oracle đã cắt giảm việc mua lại của mình xuống còn 2,8 tỷ đô la, chắc là vì các giám đốc và các nhân viên của công ty này đã sử dụng ít hơn các quyền chọn trong năm đó. Cũng kiểu bán thấp, mua cao như vậy được thấy tại vài chục công ty công nghệ khác nữa.

Điêu gì đang diễn ra ở đây? Có hai yếu tố đáng ngạc nhiên đang diễn ra:

• Các công ty được ưu đãi về thuế khi các giám đốc và nhân viên thực hiện các quyền chọn (mà IRS xem như một "chi phí bù đắp" đối với công ty)[521]. Trong các năm tài chính từ 2000 đến 2002 chẳng hạn, Oracle đã kiếm được 1,69 tỷ đô la tiền miễn giảm thuế do những người trong nội bộ công ty chuyển các quyền chọn thành tiền mặt. Công ty Sprint đã bỏ túi 678 triệu đô la tiền miễn giảm thuế do các giám đốc và nhân viên của công ty này đã cất giữ được 1,9 tỷ đô la về lợi nhuận của các quyền chọn trong năm 1999 và năm 2000.

• Một thành viên cấp cao của hội đồng quản trị được bổng lộc lớn bằng các quyền chọn sẽ có quyền lợi được đảm bảo bất di bất dịch để nghiêng về việc khuyến khích mua lại chứng khoán thay cho cổ tức. Vì sao vậy? Do các nguyên nhân về kỹ thuật, các quyền chọn sẽ tăng về giá trị nếu như các dao động giá của chứng khoán càng trở nên cực điểm. Trong khi đó, cổ tức lại làm giảm bớt mức độ dao động của giá chứng khoán. Do vậy, nếu các thành viên của ban lãnh đạo tăng cổ tức lên thì họ sẽ làm giảm giá trị các quyền chọn của chính mình[522].

Vậy không có gì đáng ngạc nhiên là các giám đốc điều hành sẽ thà mua lại chứng khoán chứ không chi trả cổ tức - bất kể là cổ phiếu có thể được định giá quá cao đến mức nào đi nữa hoặc bất kể là điều đó có thể phung phí nguồn lực của các cổ đông bên ngoài đến bao nhiêu đi nữa.

GIỮ CHO CÁC QUYỀN CHỌN CỦA HỌ LUÔN MỞ Cuối cùng, các nhà đầu tư ngủ gật đã thả lỏng cho các công ty của họ thoải mái chi trả quá mức cho các thành viên ban lãnh đạo bằng các cách thức vô nguyên tắc. Năm 1997, Steve Jobs, người đồng sáng lập công ty máy tính Apple Computer Inc., đã quay lại công ty này với tư cách là giám đốc điều hành "lâm thời". Bản thân đã là người giàu có, Jobs yêu cầu nhận lương bằng tiền mặt là 1 đồ la mỗi năm. Vào cuối năm 1999, để cảm ơn Jobs vì đã phục vụ trên cương vị tổng giám đốc điều hành "trong hai năm rưỡi qua mà không có bổng lộc gì", hội đồng quản trị công ty đã tặng cho ông ta một chiếc máy bay phản lực Gulfstream dành riêng cho ông ta, với một cái giá đối với công ty là chỉ có 90 triệu đồ la. Trong tháng sau đó, Jobs đã đồng ý bỏ từ "lâm thời" khỏi chức danh công việc của mình, và hội đồng quản trị lại tặng thêm cho ông ta quyền chọn đối với 20 triệu cổ phiếu (cho đến tận lúc đó, Jobs chỉ nắm giữ cả thảy có 2 cổ phiếu của Apple).

Nguyên lý nằm phía sau việc trao tặng các quyền chọn như vậy là để cân bằng quyền lợi của các thành viên ban lãnh đạo với các nhà đầu tư bên ngoài. Nếu bạn là một cổ đông bên ngoài của Apple, bạn sẽ chỉ mong muốn các giám đốc của công ty này được ban thưởng nếu chứng khoán của Apple mang lại lợi nhuận tuyệt đỉnh. Không có điều gì khác công bằng hơn thế đối với bạn và những người sở hữu khác của công ty này. Song, như John Bogle, cựu chủ tịch của các quỹ Vanguard, đã chỉ ra, hầu như tất cả các thành viên ban lãnh đạo đã bán ra chứng khoán mà họ nhận được ngay lập tức sau khi họ sử dụng các quyền chọn mua của mình. Vậy làm sao mà việc bán tống bán tháo hàng triệu cổ phiếu để kiếm lợi nhuận ngay

lập tức lại có thể cân bằng quyền lợi của các thành viên ban lãnh đạo với quyền lợi của các cổ đông trung thành lâu dài của công ty?

Trong trường hợp của Jobs, mức chứng khoán của Apple chỉ cần tăng thêm 5% mỗi năm từ đó cho đến đầu năm 2010, ông ta sẽ có thể kiếm được từ các quyền chọn của mình 548,3 triệu đô la. Nói một cách khác, ngay cả nếu chứng khoán của Apple mang lại chưa đến một nửa mức sinh lợi dài hạn trung bình của toàn bộ thị trường chứng khoán, Jobs cũng sẽ bắt được một món trời cho là nửa tỷ đô la[523]. Liệu điều đó có cân bằng quyền lợi của ông ta với quyền lợi của các cổ đồng khác của Apple không - hay đó là sự phỉ báng lòng tin mà các cổ đông của Apple đã đặt vào ban giám đốc?[524] Đọc các báo cáo ủy quyền một cách cảnh giác, người sở hữu thông minh sẽ biểu quyết chống lại bất kỳ một kế hoạch bổng lộc nào cho các thành viên ban lãnh đạo có sử dụng các khoản quyền chọn nhằm chuyển nhiều hơn 3% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty cho các thành viên ban lãnh đạo. Và bạn cần phải phủ quyết bất kỳ một kế hoạch nào không buộc các quyền chọn phải phụ thuộc vào một thước đo công bằng và kéo dài là kết quả tuyệt đỉnh - chẳng hạn như là kết quả thực hiện tốt hơn so với một chứng khoán trung bình trong cùng lĩnh vực trong vòng ít nhất là 5 năm. Không một giám đốc điều hành nào xứng đáng làm cho bản thân giàu lên nếu ông ta tạo ra các kết quả tồi cho bạn.

Ý KIẾN CUỐI CÙNG Xin hãy quay trở lại với đề xuất của Graham là các thành viên của hội đồng độc lập của mỗi một công ty sẽ cần phải thông báo bằng văn bản cho các cổ đông là liệu doanh nghiệp có được điều hành một cách thỏa đáng thay mặt cho những người sở hữu thực sự của công ty hay không. Điều gì sẽ xảy ra nếu như các giám đốc độc lập cũng phải biện minh cho các chính sách của công ty về cổ tức và mua lại cổ phiếu? Điều gì sẽ xảy ra nếu như phải mô tả chính xác họ đã xác định như thế nào về việc ban lãnh đạo cấp cao của công ty không được trả lương quá cao? Và điều gì sẽ xảy ra nếu như tất cả các nhà đầu tư đều trở thành những người sở hữu thông minh và đều đọc báo cáo ủy quyền đó?

CHƯƠNG 20 ẻỆSố dư an toàn'ẫ, một khái niệm chủ chốt trong đầu tư Trong một câu chuyện cổ tích, những người thông thái cuối cùng đã rút gọn lịch sử của những vụ việc chết chóc thành một câu gọn là "Điều đó rồi cũng sẽ qua"[525]. Khi phải đối mặt với một thử thách tương tự nhằm chắt lọc bí quyết của một đầu tư tuyệt hảo thành hai từ, chúng tôi đã thử liều sử dụng phương châm là SỐ DƯ AN TOÀN (MARGIN OF SAFETY). Đây là sợi chỉ đỏ xuyên suốt qua tất cả các phân tích trên đây về phương châm đầu tư - thường là rõ ràng, song đôi khi theo cách ít trực tiếp hơn. Bây giờ hãy cho phép chúng tôi, một cách ngắn gọn, thử lần lại ý tưởng đó trong một lập luận kết nối với nhau.

Tất cả các nhà đầu tư có kinh nghiệm đều thừa nhận rằng khái niệm số dư an toàn thực chất là nói về sự lựa chọn các trái phiếu chắc chắn và cổ phiếu ưu đãi. Chẳng hạn, một công ty đường sắt phải đạt được lợi tức gấp hơn năm lần tổng chi phí cố định (trước thuế thu nhập) sẽ phải mất một thời gian nhiều năm để các trái phiếu của nó được xếp hạng là các phát hành cấp đầu tư. Năng lực đạt được một cách dư dả các yêu cầu về lời lãi trong quá khứ này tạo thành một số dư an toàn, cái sẽ được trông vào để bảo vệ nhà đầu tư chống lại thua lỗ hoặc thất bại trong trường hợp thu nhập ròng chịu một sự sụt giảm nào đó trong tương lai (số dư trên mức chi phí có thể được nêu theo các cách khác - chẳng hạn, tỷ lệ phần trăm mà doanh thu hoặc lợi nhuận có thể sụt giảm trước khi sự cân bằng sau chi phí lai biến mất - song ý tưởng cơ bản thì vẫn như vậy).

Nhà đầu tư trái phiếu không kỳ vọng là lợi tức trung bình trong tương lai cũng diễn biến giống như trong quá khứ; nếu anh ta tin chắc vào điều đó thì số dư yêu cầu có thể sẽ là nhỏ. Anh ta cũng chẳng dựa vào sự suy xét của mình, ở bất kỳ mức độ có tính kiểm soát nào, để xem là liệu lợi tức tương lai có khá hơn hay tồi tệ hơn so với trong quá khứ; nếu anh ta làm điều đó, anh ta sẽ phải đo số dư của mình theo tài khoản thu nhập đã được dự kiến một cách thận trọng, thay vì nhấn mạnh số dư được thể hiện trong tài liệu quá khứ. ở đây, chức năng của số dư an toàn, về thực chất, là làm cho một ước tính chính xác cho tương lai trở nên không cần thiết nữa. Nếu số dư đó là lớn, thì chỉ cần giả định rằng lợi tức trong tương lai sẽ không rơi xuống thấp hơn quá nhiều so với lợi tức trong quá khứ, để một nhà đầu tư cảm thấy là mình được bảo vệ một cách thích đáng trước những thăng trầm của thời gian.

Số dư an toàn đối với trái phiếu có thể được tính toán theo cách khác, bằng so sánh tổng trị giá của một doanh nghiệp với số nợ của nó (một tính toán tương tự cũng có thể được thực hiện đối với một phát hành cổ phiếu ưu đãi). Nếu một doanh nghiệp nợ 10 triệu đô la và đáng giá vào khoảng 30 triệu đô la, thì vẫn còn chỗ cho sự co lại hai phần ba giá trị - ít nhất là về lý thuyết - trước khi những người cầm giữ trái phiếu bắt đầu chịu lỗ. Lượng giá trị dư ra này, tức là "cái đệm", so với mức nợ, có thể được tính gần đúng bằng cách sử dụng giá thị trường trung bình của các phát hành cổ phiếu hạng dưới trong khoảng thời gian một số năm. Do giá chứng khoán trung bình nói chung là có liên quan đến sức kiếm lời trung bình, số dư của "giá trị doanh nghiệp" so với nợ và số dư của lợi tức so với chi phí trong hầu hết các trường hợp sẽ cho các kết quả tương tự nhau.

Khái niệm số dư an toàn được áp dụng cho Éâzếc đầu tư theo giá trị cố định" cũng rất giống như vậy. Liệu khái niệm này có thể được đưa sang lĩnh vực cổ phiếu thường hay không? Có, song cần thêm một vài hiệu chỉnh.

Có những trường hợp trong đó một cổ phiếu thường có thể được xem là tốt bởi cổ phiếu đó có được một số dư an toàn lớn ngang với số dư của một trái phiếu tốt. Chẳng hạn, điều này sẽ xảy ra khi một công ty chỉ còn có cổ phiếu thường đang lưu hành mà trong các điều kiện suy thoái đang được bán ra với một số tiền thấp hơn số tiền của trái phiếu lẽ ra có thể được phát hành một cách an toàn dựa trên tài sản và sức kiếm lời của công ty đó[526]. Đó đã từng là tình thế của nhiều công ty công nghiệp có vị thế tài chính mạnh tại các mức giá thấp của những năm 1932-1933. Trong các trường hợp như vậy, nhà đầu tư có thể đạt được số dư an toàn gắn với một trái phiếu, cộng với mọi khả năng có lợi nhuận cao hơn và sự tăng giá trị của tiền gốc hiện hữu trong một cổ phiếu thường (điêu duy nhất mà anh ta không có được là quyền hạn về pháp luật để yêu cầu được chi trả cổ tức "hoặc một điều gì khác" - song đó chỉ là một bất lợi nhỏ so với các lợi thế của anh ta), cổ phiếu thường được mua vào trong các điều kiện như vậy sẽ cho bạn một sự kết hợp lý tưởng, mặc dù không thường xuyên xảy ra, giữa an toàn và cơ hội lợi nhuận. Như một ví dụ tương đối gãn đây về tình huống này, chúng tôi một lần nữa xin nêu lại chứng khoán của công ty National Presto Industries, được bán ra với tổng giá trị doanh nghiệp là 43 triệu đô la vào năm 1972. Với 16 triệu đô la lợi nhuận trước thuế gần đây của mình, công ty này đã có thể dễ dàng hậu thuẫn cho số trái phiếu này.

Trong cổ phiếu thường thông thường, được mua để đầu tư trong những điều kiện bình thường, số dư an toàn nằm ở sức kiếm lời được kỳ vọng là cao hơn một cách đáng kể so với lãi suất hiện tại của các trái phiếu. Trong các lần xuất bản trước đây, chúng tôi đã giải thích về điểm này bằng các con số sau đây:

Hãy giả định trong một trường hợp điển hình rằng sức kiếm lời là 5% trên giá và lai suất của trái phiếu là 4%; khi đó người mua cổ phiếu sẽ có số dư trung bình năm là 5% tích lũy cho anh ta. Một phần số tiền dư sẽ được chi trả cho anh ta theo tỷ lệ cổ tức; mặc dù được anh ta tiêu, số tiền đó được đưa vào các kết quả đầu tư toàn diện của anh ta. Số chưa được phân bổ còn lại sẽ được tái đầu tư vào doanh nghiệp theo tài khoản của anh ta. Trong nhiều trường hợp, lợi nhuận tái đầu tư như vậy đã không được bổ sung một cách tương xứng vào sức kiếm lời và vào giá trị cổ phiếu của anh ta (đó chính là lý do vì sao mà thị trường có một thói quen ngang ngạnh là định giá lợi tức đã được chi trả cho cổ tức một cách hào phóng hơn nhiều so với phần lợi tức được giữ lại trong doanh nghiệp)[527]. Song, nếu xem xét một cách tổng thể thì có sự liên quan chặt chẽ một cách hợp lý giữa sự tăng trưởng thặng dư của công ty thông qua lợi nhuận tái đầu tư và sự tăng trưởng các giá trị của công ty.

Trong một giai đoạn 10 năm, số dư điển hình của sức kiếm lời cổ phiếu so với lãi suất trái phiếu có thể tích dồn lên đến 50% của giá đã được trả. Con số này là đủ để cung cấp một số dư an toàn rất thực - là cái trong các điều kiện thuận lợi sẽ ngăn ngừa hoặc giảm thiểu thua lỗ. Nếu một số dư như vậy hiện diện trong từng danh mục đầu tư đa dạng hóa gồm 20 cổ

phiếu trở lên, xác suất của một kết quả thuận lợi trong các "điều kiện tương đối bình thường" sẽ trở thành rất lớn. Đó chính là lý do vì sao mà phương châm đầu tư vào các cổ phiếu thường có tính đại diện không cần đòi hỏi phải có trình độ cao về hiểu biết sâu sắc cũng như tầm nhìn trước để có thể mang lại kết quả tốt. Nếu như các vụ mua vào được thực hiện ở mức giá trung bình của thị trường trong một khoảng thời gian nhiều năm, các mức giá được trả đó phải mang trong chúng sự đảm bảo về một số dư an toàn thích đáng. Nguy cơ đối với nhà đầu tư nằm ở chỗ anh ta tập trung vào việc mua ở các mức trên của thị trường, hoặc mua cổ phiếu thường không có tính đại diện, là các chứng khoán có mức độ rủi ro cao hơn mức trung bình đối với sức kiếm lời đã giảm thiểu.

Như chúng ta đã thấy, toàn bộ vấn đề đầu tư vào cổ phiếu thường trong các điều kiện của năm 1972 nằm ở một thực tế là "trong một trường hợp điển hình" thì sức kiếm lời hiện nay là thấp hơn nhiều mức 9% trên giá đã được trả[528]. Chúng ta hãy giả định là bằng cách tập trung nào đó vào các phát hành có hệ số nhân thấp của các công ty lớn, một nhà đầu tư phòng vệ ngày nay có thể có được lượng vốn cổ đông ở mức gấp 12 lần lợi tức gần đây - nghĩa là với một tỷ suất lợi tức là 8,33% trên chi phí. Anh ta có thể kiếm được một tỷ suất cổ tức vào khoảng 4%, và như vậy anh ta sẽ có 4,33% chi phí của mình được tái đầu tư trở lại doanh nghiệp cho tài khoản của mình. Dựa trên cơ sở này thì số dư của sức kiếm lời cổ phiếu so với lãi suất trái phiếu trong một giai đoạn 10 năm chắc có lẽ vẫn là quá nhỏ để tạo nên một số dư an toàn thích hợp. Vì lý do đó, chúng tôi cảm thấy là hiện có những rủi ro thực sự ngay cả trong một danh sách đầu tư đa dạng bao gồm toàn các cổ phiếu thường chắc chắn. Các rủi ro này có thể được bù đắp hoàn toàn bằng các khả năng lợi nhuận của danh sách đó; và dĩ nhiên nhà đầu tư có thể sẽ không có lựa chọn nào khác là phải gánh chịu các rủi ro đó - bởi nếu không anh ta có thể gặp rủi ro lớn hơn trong việc nắm giữ một khoản lợi cố định được chi trả với sự mất giá đều đều của đồng đô la. Dù sao, nhà đầu tư vẫn có lợi khi công nhận, và cam chịu một cách bình thản đến mức có thể, rằng các gói ngày xưa gồm khả năng lợi nhuận tốt kết hợp với rủi ro tới hạn nhỏ không còn có sẵn cho anh ta nữa.[529] Tuy nhiên, rủi ro trả giá quá cao cho chứng khoán chất lượng tốt - dù là rủi ro thực tế - không phải là nguy hiểm chính đối mặt với một người mua chứng khoán trung bình. Quan sát nhiều năm đã dạy chúng tôi rằng thua lỗ chính đối với nhà đầu tư đến từ việc mua chứng khoán chất lượng thấp vào lúc mà các điều kiện kinh doanh thuận lợi. Người mua xem lợi tức hiện tại tốt là tương đương với "sức kiếm lời" và cho rằng sự phát đạt đồng nghĩa với sự an toàn. Vào những năm ấy, trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi cấp thấp có thể bán ra cho công chúng tại mức giá xấp xỉ mệnh giá, vì chúng có mức sinh lợi cao hơn một chút hoặc có một đặc quyền chuyên đổi hấp dẫn một cách lừa dối. Cũng chính khi đó các cổ phiếu thường của các công ty không có tiếng tăm có thể được phát hành tại mức giá cao hơn nhiều so với một đầu tư hữu hình, dựa trên sức mạnh của hai hoặc ba năm tăng trưởng tuyệt vời.

Các chứng khoán này không tạo ra một số dư an toàn thỏa đáng theo bất kỳ một nghĩa có thể được chấp nhận nào của thuật ngữ này. Sự bù đắp các chi phí lãi và các cổ tức ưu đãi phải được thử thách trong một vài năm, bao gồm tốt nhất là cả giai đoạn kinh doanh dưới mức

bình thường, chẳng hạn như trong những năm 1970-1971. Điều đó cũng thường là đúng đối với lợi tức của cổ phiếu thường, nếu như chúng được xem như là các chỉ số của sức kiếm lời. Do vậy mà hầu hết các đầu tư vào lúc thuận lợi, được mua vào ở mức giá khi đẹp trời, chắc chắn sẽ phải chịu những sự sụt giá đáng lo ngại khi mà chân trời tối sầm lại - và nhiều khi còn trước cả lúc đó nữa. Nhà đầu tư cũng không thể trông mong một cách tin cậy vào sự hồi phục cuối cùng - mặc dù điều đó có thể xảy đến trong một số trường hợp nào đó - bởi anh ta chưa từng bao giờ có được một số dư thực sự an toàn để giúp anh ta vượt qua được cơn nguy khó.

Triết lý đầu tư vào các cổ phiếu tăng trưởng một phần thì song hành và một phần thì đối nghịch với nguyên tắc số dư an toàn. Người mua cổ phiếu tăng trưởng trông cậy vào sức kiếm lời kỳ vọng lớn hơn sức kiếm lời trung bình được thể hiện trong quá khứ. Như vậy có thể nói là anh ta đã thay thế các lợi nhuận kỳ vọng đó bằng số liệu lợi nhuận trong quá khứ khi tính toán số dư an toàn của mình. Trong lý thuyết đầu tư, không có một lý do tại sao lợi tức tương lai được tính toán một cách cẩn thận lại là một hướng dẫn kém tin cậy hơn so với chỉ có mỗi số liệu trần trụi của quá khứ; thực vậy, phân tích chứng khoán đang ngày càng trở nên ưa chuộng sự định giá tương lai được thực hiện một cách điêu luyện. Do vậy, cách tiếp cận cổ phiếu tăng trưởng có thể cung cấp một số dư an toàn cũng đáng được tin cậy như trong một đầu tư thông thường - với điều kiện là tính toán về tương lai phải được thực hiện một cách thận trọng, và với điều kiện là nó cho thấy một số dư thỏa đáng so với các giá đã được trả.

Mối nguy hiểm của một chương trình đầu tư cổ phiếu tăng trưởng chính là ở chỗ này đây. Đối với những phát hành thuận lợi như vậy, thị trường có xu hướng đặt ra mức giá sẽ không được bảo hộ một cách thích đáng bởi một dự báo thận trọng về lợi tức tương lai (một quy tắc cơ bân của đầu tư thận trọng là tất cả các ước tính, nếu có sai khác với kết quả thực hiện trong quá khứ, phải có sai số ít nhất là hơi nghiêng một chút về phía hạ bớt). Số dư an toàn luôn phụ thuộc vào giá được trả. Số dư đó sẽ là lớn ở mức giá này, nhưng lại là nhỏ ở một mức giá khác cao hơn, nhỏ đến mức hầu như không tồn tại ở mức giá còn cao hơn thế nữa. Nếu, như chúng tôi đã đề xuất, mức giá thị trường trung bình của hầu hết các cổ phiếu tăng trưởng là quá cao để có thể tạo ra được một số dư an toàn thỏa đáng đối với người mua thì lúc đó một kỹ thuật đơn giản là mua vào một cách đa dạng trong lĩnh vực này có thể sẽ không cho một kết quả thỏa đáng. Sẽ cần phải có một trình độ đặc biệt về tầm nhìn trước và óc suy xét, để các lựa chọn cá nhân thông thái có thể vượt qua được các rủi ro vốn hiện hữu ở mức thị trường thông thường của các phát hành như vậy xét về tổng thể.

Ý tưởng số dư an toàn càng trở nên rõ ràng hơn khi chúng ta áp dụng nó vào phạm vi các chứng khoán được định giá thấp hoặc giá hời. ở đây chúng ta có, theo định nghĩa, một sự chênh lệch có lợi giữa một bên là giá và bên kia là giá trị được nêu hoặc được định giá. Sự chênh lệch đó chính là số dư an toàn. Nó tồn tại để hấp thụ tác động của các tính toán sai hoặc các may rủi tệ hơn mức trung bình. Người mua các phát hành giá hời sẽ đặt trọng tâm đặc biệt vào khả năng của đầu tư đó có thể chịu đựng được các diễn biến bất lợi. Bởi vì trong

hầu hết các trường hợp như vậy, anh ta không có một sự hồ hởi thực sự về các triển vọng của công ty. Thực vậy, nếu các triển vọng chắc chắn là tồi tệ thì nhà đầu tư sẽ thích tránh xa chứng khoán đó bất kể giá thấp đến đâu đi nữa. Song phạm vi của các phát hành được định giá thấp được tạo ra từ nhiều mối quan tâm - có lẽ chiếm phần lớn của tất cả các mối quan tâm - rằng tương lai dường như không có triển vọng nổi bật gì nhưng cũng chẳng có bất lợi gì ghê gớm. Nếu các phát hành đó được mua vào với giá hời thì thậm chí một sự suy giảm vừa phải của sức kiếm lời không nhất thiết sẽ ngăn đầu tư đó khỏi việc cho các kết quả thỏa đáng. Khi đó số dư an toàn sẽ phục vụ được đúng mục đích của nó.

Lý thuyết vẽ đa dạng hóa Có một sự liên hệ logic chặt chẽ giữa khái niệm số dư an toàn và nguyên tắc đa dạng hóa. Cái này tương quan với cái kia. Thậm chí cả khi số dư nghiêng về phía có lợi cho nhà đầu tư, một chứng khoán riêng rẽ nào đó vẫn có thể cho kết quả tồi. Bởi vì số dư chỉ đảm bảo rằng nhà đầu tư có một cơ hội tốt hơn về lợi nhuận so với thua lỗ - chứ không phải là thua lỗ không thể xảy ra. Song với số lượng các giao kèo như vậy tăng lên thì điều càng trở nên chắc chắn hơn là tổng các lợi nhuận sẽ vượt tổng các thua lỗ. Đây chính là cơ sở đơn giản của ngành kinh doanh bảo hiểm.

Đa dạng hóa là một nguyên lý đã được xác lập của đầu tư thận trọng. Bằng cách chấp nhận nguyên lý này một cách phổ biến, các nhà đầu tư thực ra đã thể hiện sự chấp nhận của họ đối với nguyên tắc số dư an toàn, mà với nó thì đa dạng hóa là một người bạn đồng hành. Điểm này được làm rõ hơn qua một ví dụ về số học trong đánh bài ru-lét. Nếu một người đánh cược 1 đô la vào một con số duy nhất nào đó, anh ta sẽ được trả 35 đô la lợi nhuận nếu thắng cược - song xác suất mà anh ta sẽ thua là 37 trên 1. Anh ta có một "số dư an toàn" âm. Trong trường hợp của người đánh bài này, đa dạng hóa là điều ngu xuẩn. Anh ta đánh cược vào càng nhiều con số thì xác suất anh ta giành một chiến thắng càng nhỏ. Nếu anh ta đều đặn đánh cược 1 đô la vào tất cả các con số (kể cả 0 và 00), anh ta chắc chắn sẽ mất 2 đô la trên mỗi một lần quay bánh xe. Song giả sử người thắng cược nhận được 39 đô la lợi nhuận thay vì 35 đô la. Khi đó anh ta sẽ có một số dư an toàn nhỏ song rất quan trọng. Do đó, anh ta đánh cược càng nhiều con số, thì xác suất thắng của anh ta càng cao hơn. Và anh ta có thể tin chắc sẽ thắng 2 đô la trên mỗi một lần quay chỉ đơn giản bằng cách đánh cược 1 đô la cho mỗi số trong tất cả các con số (một cách ngẫu nhiên, hai ví dụ vừa nêu thực sự mô tả được các vị thế tương ứng của người chơi bài và chủ nhân của bánh xe với con sốOvà 00)[530]Ê
Tiêu chí đầu tư so với đâu cơ Do không có một định nghĩa duy nhất về đầu tư nào được chấp nhận rộng rãi, các chuyên gia có quyền định nghĩa chúng tùy theo ý họ muốn. Nhiều người trong số họ phủ nhận rằng có một sự khác biệt hữu ích và đáng tin cậy giữa các khái niệm đầu tư và đầu cơ. Chúng tôi cho rằng sự hoài nghi này là không cần thiết và có hại. Điều đó có hại vì nó giúp khuyến khích thiên hướng bẩm sinh của nhiều người là hướng tới tình trạng kích động và rủi ro mạo hiểm của đầu cơ trên thị trường chứng khoán. Chúng tôi đề nghị là khái niệm số dư an toàn có thể được dùng để phân biệt giữa một hoạt động đầu tư và một hoạt động đầu cơ.

Có lẽ hầu hết những người đầu cơ đều tin rằng họ sẽ được lợi khi họ tận dụng cơ hội may rủi của mình, và do vậy có thể tự cho rằng họ có quyền có số dư an toàn trong các vụ làm ăn. Mỗi người trong số đó có cảm giác rằng thời điểm là thuận lợi cho vụ mua vào của anh ta, hoặc kỹ năng của anh ta là vượt trội so với đám đông, hoặc nhà tư vấn của anh ta hoặc hệ thống của anh ta là đáng tin cậy. Song các tuyên bố như vậy là không có tính thuyết phục. Chúng dựa trên sự suy xét chủ quan mà không được hỗ trợ bởi bất kỳ một tập hợp bằng chứng có lợi nào hoặc bất kỳ một quy tắc lập luận có tính thuyết phục nào. Chúng tôi vô cùng nghi ngờ là liệu một người đặt cược tiền vào ý kiến của anh ta rằng thị trường đang đi lên hoặc đang đi xuống sẽ có bao giờ được cho là đã được bảo vệ bằng một số dư an toàn theo bất kỳ một nghĩa hữu ích nào của cụm từ đó.

Ngược lại, khái niệm số dư an toàn của nhà đầu tư- như được phát triển ở trên trong chương này - dựa trên sự lập luận số học đơn giản và rõ ràng từ các số liệu thống kê. Chúng tôi cũng tin tưởng rằng điều này được hỗ trợ một cách vững chắc bởi kinh nghiệm đầu tư thực tế. Không có một đảm bảo nào là cách tiếp cận định lượng có tính nen tảng này sẽ tiếp tục cho các kết quả thuận lợi trong các điều kiện chưa được xác định của tương lai. Song, cũng tương tự như vậy, không có một lý do xác thực nào để bi quan về điểm này.

Như vậy tóm lại, chúng tôi nói rằng để có một đầu tư thực sự thì căn phải có sự hiện diện của một số dư an toàn. Và một số dư an toàn thực sự là một số dư có thể biểu thị được bằng các con số, bằng cách lập luận có tính thuyết phục và bằng cách tham khảo đến các kinh nghiệm thực sự.

Mờ rộng khái niệm đâu tir Để kết thúc cuộc thảo luận của mình về nguyên tắc số dư an toàn, bây giờ chúng tôi phải nêu một sự phân biệt tiếp theo giữa các đầu tư thông thường và các đầu tư không thông thường. Các đầu tư thông thường là phù hợp đối với một danh mục đầu tư điển hình. Nằm dưới đề mục này luôn luôn là các phát hành trái phiếu của Chính phủ Mỹ và các cổ phiếu thường cấp cao, có chi trả cổ tức. Chúng tôi bổ sung thêm các trái phiếu của chính quyền bang và chính quyền thành phố cho những ai sẽ được lợi một cách đáng kể bởi các đặc điểm được miễn thuế của chúng. Cũng nằm trong số này là các trái phiếu doanh nghiệp chất lượng hạng nhất khi, như hiện nay chẳng hạn, chúng có thể được mua để kiếm được lợi nhuận cao hơn tương đối nhiều so với các trái phiếu tiết kiệm của Hoa Kỳ.

Các đầu tư không thông thường là các đầu tư chỉ thích hợp đối với các nhà đầu tư mạnh bạo. Chúng bao trùm một phạm vi khá rộng. Loại rộng nhất là các cổ phiếu thường được định giá quá thấp của các công ty hạng hai mà chúng tôi khuyến nghị nên mua vào khi ở mức giá bằng hai phần ba hoặc thấp hơn nữa so với trị giá được công bố của chúng. Ngoài các chứng khoán đó, thường có một lựa chọn rộng rãi các trái phiếu doanh nghiệp cấp trung bình và các cổ phiếu ưu đãi khi chúng được bán ra ở mức giá bị ép thấp đến mức có thể mua được và cũng ở mức chiết khấu đáng kể so với giá trị hiển nhiên của chúng. Trong các trường hợp này, một nhà đầu tư trung bình chắc có lẽ sẽ có xu hướng gọi các chứng khoán đó là đầu cơ,

bởi vì trong suy nghĩ của anh ta việc các chứng khoán đó không được xếp hạng nhất về chất lượng cũng đồng nghĩa với việc chúng không có chất lượng đầu tư tốt.

Lập luận của chúng tôi là một mức giá đủ thấp có thể chuyển một chứng khoán có chất lượng tầm thường thành một cơ hội đầu tư lành mạnh - với điều kiện là người mua hiểu biết, có kinh nghiệm và anh ta đang thực hiện một sự đa dạng hóa phù hợp. Bởi vì, mức giá đủ thấp để tạo ra được một số dư an toàn lớn thì như vậy chứng khoán đó sẽ thỏa mãn tiêu chí đầu tư của chúng tôi. Minh họa bổ trợ ưa thích của chúng tôi được lấy từ lĩnh vực các trái phiếu bất động sản. Trong những năm 1920, hàng tỷ đô la trị giá của các phát hành đó được bán ngang mệnh giá và được khuyến nghị rộng rãi như là các đầu tư lành mạnh. Một phần lớn các trái phiếu đó có số dư giá trị so với nợ quá nhỏ nên thực tế về bản chất chúng có tính đãu cơ cao. Trong cuộc suy thoái của những năm 1930, một số lượng khổng lồ các trái phiếu đã không trả được lai của chúng, do vậy giá của chúng đã suy sụp - trong một số trường hợp chỉ còn dưới 10 xu trên một đô la. Vào giai đoạn đó, cũng chính các nhà tư vấn đã từng khuyến nghị mua chúng ở mức bằng mệnh giá là các đầu tư an toàn thì giờ đây đã loại bỏ chúng như những giấy tờ thuộc loại có tính đầu cơ nhất và kém hấp dẫn nhất. Song thực tế là sự mất giá khoảng 90% đã làm cho rất nhiều chứng khoán trong số này trở nên vô cùng hấp dẫn và tương đối an toàn - bởi trị giá thực đằng sau chúng gấp từ 4 đến 5 lần mức giá của thị trường[531].

Việc mua các trái phiếu đó tạo ra cái thường được gọi là "một lợi nhuận đẩu cơ lớn" đã không ngăn cản chúng có chất lượng đầu tư thực sự ở mức giá thấp của chúng. Lợi nhuận mang tính "đầu cơ" là một phần thưởng cho người mua vì đã thực hiện một đầu tư khôn ngoan một cách bất thường. Chúng có thể được gọi một cách chính xác là các cơ hội đầu tư, bởi vì một phân tích thận trọng chắc hẳn sẽ cho thấy là sự vượt trội của giá trị đối với giá bán đã tạo ra một số dư an toàn lớn. Như vậy, chính nhóm các "đầu tư vào lúc thời tiết đẹp", mà chúng tôi tuyên bố ở trên là nguồn gốc chính của thua lỗ nghiêm trọng đối với những người mua chứng khoán khờ dại, lại rất có thể sẽ tạo ra các cơ hội lợi nhuận lành mạnh cho một nhà giao dịch thành thạo là người có thể sau đó sẽ mua chúng ở mức giá của chính mình[532].

Toàn bộ phạm vi của £'các tình huống đặc biệt" có lẽ sẽ nằm trong định nghĩa của chúng tôi về các hoạt động đầu tư, bởi vì việc mua vào luôn luôn được dựa trên một phân tích kỹ lưỡng hứa hẹn về một sự hiện thực hóa lớn hơn cái giá được trả. Một lần nữa, có những nhân tố rủi ro trong mỗi trường hợp cụ thể song các nhân tố đó được tính đến trong các tính toán và được hấp thụ trong các kết quả chung của một hoạt động đa dạng hóa.

Để đưa cuộc thảo luận này tới một thái cực hợp lý, chúng tôi muốn được đề xuất là một hoạt động đầu tư có tính phòng vệ có thể được tạo nên bằng cách mua các giá trị vô hình được thể hiện bởi một nhóm các "chứng chỉ quyền mua cổ phiếu thường", được bán ở mức giá thấp chưa từng có trong lịch sử (ví dụ này phần nào nhằm mục đích như một dạng điển hình xấu)[533]. Toàn bộ giá trị của các chứng chỉ quyền mua đó dựa trên khả năng có thể xảy ra

là các chứng khoán có liên quan một ngày nào đó có thể sẽ lên giá so với giá của quyền mua. Vào thời điểm hiện tại thì chúng không có giá trị thực hiện. Song, do toàn bộ đầu tư là dựa trên các kỳ vọng hợp lý về tương lai, sẽ là hoàn toàn đúng khi xét các chứng chỉ quyền mua này theo các xác suất toán học là một thị trường giá lên nào đó trong tương lai sẽ tạo ra một mức tăng lớn đối với giá trị đã được nêu của chúng và giá của chúng. Một nghiên cứu như vậy hoàn toàn có thể đưa đến kết luận rằng còn có thể kiếm lãi trong các hoạt động như vậy nhiều hơn so với bị thua lỗ và rằng các xác suất có một lợi nhuận tối hậu nhiều hơn nhiều so với thua lỗ tối hậu. Nếu điều đó đúng là như vậy, thì có một số dư an toàn hiện diện thậm chí ngay cả trong các dạng chứng khoán không lấy gì làm hấp dẫn này. Một nhà đầu tư tương đối mạnh bạo khi đó có thể đưa một nghiệp vụ chứng chỉ quyền mua vào một hỗn hợp các đầu tư không thông thường của mình [534].

Để kết luận Đâu tư là thông minh nhất khi mà nó có tính kinh doanh nhất. Thật ngạc nhiên khi thấy biết bao nhiêu doanh nhân có năng lực đã thử tìm cách hoạt động ở Phố Wall mà hoàn toàn không đếm xỉa gì đến các nguyên tắc lành mạnh mà thông qua đó họ đã từng đạt được thành công trong công việc kinh doanh của mình. Vậy mà mỗi một chứng khoán của doanh nghiệp có thể được xem xét một cách tốt nhất trước hết như là một quyền lợi sở hữu trong, hay là một yêu cầu đối với, một thương vụ kinh doanh cụ thể. Và nếu một người đã định tìm kiếm lợi nhuận từ việc mua và bán chứng khoán thì anh ta đang dấn thân vào một công việc kinh doanh mạo hiểm của riêng mình, một việc có thể được tiến hành theo các nguyên tắc kinh doanh đã được chấp nhận nếu như muốn có được cơ hội thành cồng.

Nguyên tắc đầu tiên và rõ ràng nhất trong các nguyên tắc đó là "Hãy biết là bạn đang làm gì - hãy biết công việc của bạn." Đối với nhà đầu tư, điều đó có nghĩa là: đừng tìm cách tạo "lợi nhuận kinh doanh" từ chứng khoán - tức là mức sinh lợi vượt quá thu nhập lãi suất và cổ tức bình thường - trừ phi bạn biết rất rõ về các giá trị chứng khoán như bạn cần biết về giá trị của hàng hóa mà bạn dự định sản xuất hoặc buôn bán.

Nguyên tắc kinh doanh thứ hai: "Không cho phép bất kỳ ai khác điều hành công việc kinh doanh của bạn, trừ phi (1) bạn có thể giám sát kết quả hoạt động của anh ta với sự thận trọng và hiểu biết thích đáng, hoặc (2) bạn có các lý do mạnh mẽ một cách khác thường để đặt lòng tin tuyệt đối vào sự trung thực và năng lực của anh ta". Đối với nhà đầu tư, quy tắc này sẽ xác định các điều kiện để anh ta cho phép một người khác quyết định làm gì với tiền của mình.

Nguyên tắc kinh doanh thứ ba: "Không bắt đầu một hoạt động - tức là sản xuất hoặc buôn bán một mặt hàng - trừ phi một tính toán đáng tin cậy cho thấy là hoạt động đó có một xác suất tương đối cao trong việc tạo ra một lợi nhuận thích hợp. Đặc biệt, hãy tránh xa khỏi các công việc mạo hiểm mà ở đó bạn có rất ít thứ có thể kiếm được và rất nhiều thứ có thể mất". Đối với nhà đầu tư mạnh bạo, điều này có nghĩa là hoạt động vì lợi nhuận của anh ta không được dựa trên sự lạc quan mà là trên phép tính số học. Đối với bất cứ một nhà đầu tư nào, điều đó có nghĩa là khi anh ta giới hạn mức sinh lợi của mình bằng một con số nhỏ - ít nhất

là như trước đây đối với trái phiếu thông thường hoặc cổ phiếu ưu đãi - anh ta sẽ phải đòi hỏi bằng chứng thuyết phục rằng anh ta hiện đang không đánh liều với một phần quan trọng trong số tiền vốn của mình.

Quy tắc kinh doanh thứ tư có tính chất tích cực hơn: "Hãy can đảm sử dụng kiến thức và kinh nghiệm của bạn. Nếu bạn đưa ra một kết luận từ các số liệu thực tế và nếu bạn biết sự suy xét của bạn là hợp lý, thì hãy hành động theo điều đó - ngay cả khi những người khác còn phân vân hoặc có ý kiến khác." (Không phải bạn đúng hay sai chỉ vì đám đông không đồng ý với bạn. Bạn đúng vì số liệu và lập luận của bạn đúng). Tương tự như vậy, trong thế giới của chứng khoán, sự can đảm trở thành một phẩm chất tối thượng sau khi bạn đã có được tri thức cần thiết và óc suy xét đã được thử thách.

Thật may mắn đối với một nhà đầu tư điển hình, để đạt được thành công thì không nhất thiết là anh ta phải mang tất cả các phẩm chất đó vào kế hoạch của mình - miễn là anh ta giới hạn tham vọng trong phạm vi khả năng của mình và hạn chế các hoạt động trong phạm vi một con đường hẹp an toàn của đầu tư chuẩn mực và phòng vệ. Để đạt được các kết quả đầu tư vừa ý là điều dễ hơn nhiều so với hầu hết mọi người nghĩ,[ẽ] song để đạt được các kết quả tuyệt vời là điều khó hơn nhiều so với hình dung ban đâu.

phạm vi một con đường hẹp an toàn của đầu tư chuẩn mực và phòng vệ. Để đạt được các kết quả đầu tư vừa ý là điều dễ hơn nhiều so với hầu hết mọi người nghĩ,[ẽ] song để đạt được các kết quả tuyệt vời là điều khó hơn nhiều so với hình dung ban đâu.

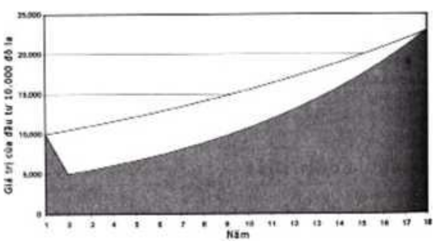
BÌNH LUẬN VÊ CHƯƠNG 20 Nếu như chúng ta không thể dự báo được cái không nhìn thấy trước được hoặc kỳ vọng vào cái không thể kỳ vọng trong một vũ trụ của vô vàn các khả năng; chúng ta có thể thấy mình nằm trong tay bất kỳ kẻ nào và bất kỳ điều gì không thể lập trình được, phân loại được hoặc dễ dàng tham chiếu được.

- Thám tử Fox Mulder, trong phim "Hồ sơ tuyệt mật”

ĐÍÊU ĐẦU TIÊN LÀ ĐỪNG THUA Lỗ Rủi ro là gi?

Bạn sẽ nhận được các câu trả lời khác nhau tùy thuộc vào ai và khi nào bạn hỏi. Trong năm 1999, rủi ro không có nghĩa là mất tiền; nó có nghĩa là kiếm được ít tiền hơn so với những người khác. Điều mà nhiều người lo sợ là tình cờ gặp một ai đó tại một buổi liên hoan ngoài trời, người đang trở nên thậm chí giàu hơn, với tốc độ thậm chí nhanh hơn trước đây bằng cách kinh doanh trong ngày các chứng khoán chấm com. Sau đó, khá là đột ngột, vào năm 2003 thì rủi ro lại có nghĩa là thị trường chứng khoán vẫn cứ tiếp tục rớt cho đến khi nó quét sạch bất kỳ một vết tích nào của sự giàu có mà bạn vẫn đang còn có.

HÌNH 20-1 Cái giá của thua lỗ



Trong khi ý nghĩa của nó có vẻ hầu như luôn thay đổi và dao động giống như bản thân các thị trường tài chính, rủi ro có một số thuộc tính cơ bản và không thay đổi. Những người nào chấp nhận đánh bạc lớn nhất và kiếm được lời lai lớn nhất tại một thị trường giá lên cũng gần như luôn luôn là những kẻ bị ăn đòn đau nhất tại một thị trường giá xuống chắc chắn sẽ diễn ra sau đó (việc là người "đúng" làm cho những kẻ đầu cơ còn nóng lòng nhận rủi ro cao hơn nữa khi mà niềm tin của họ bốc lửa). Và một khi mà bạn mất một số tiền lớn, bạn còn phải cược lớn hơn nữa chỉ để quay lại vị trí mà bạn vừa mới ờ đó, giống như kẻ đánh bạc ờ một cuộc đua hoặc ở sòng bạc liều mạng tăng gấp đôi số tiền cược sau mỗi một lần thua cược. Trừ phi bạn là một kẻ may mắn lạ thường, đây chính là đơn kê cho thảm họa. Không có gì đáng ngạc nhiên, khi được yêu cầu là hãy tóm tắt mọi thứ ông đã học hỏi được trong sự nghiệp lâu năm làm thế nào trở thành giàu có của mình, nhà tài chính huyền thoại J. K. Klingenstein từ Wertheim & Co. đã trả lời một cách đơn giản: "Đừng thua lỗ"[535]. Đồ thị hình 20-1 dưới đây cho thấy điều mà ông muốn nói:

Hãy hình dung là bạn tìm được một chứng khoán mà bạn nghĩ rằng có thể tăng 10% mỗi năm ngay cả khi thị trường chỉ tăng 5% mỗi năm. Không may thay, bạn đã hăng hái đến mức trả một giá quá cao, và chứng khoán mất 50% giá trị của nó ngay trong năm đầu tiên. Thậm chí nếu sau đó chứng khoán tạo ra tỷ suất lợi nhuận gấp đôi thị trường, bạn cũng phải mất

hơn 16 năm để vượt được thị trường - đơn giản chỉ vì bạn đã chi quá cao và mất quá nhiều, ngay từ ban đầu.

Mất một số tiền nào đó là một phần không thể tránh khỏi của việc đầu tư, và không có cách nào để bạn tránh được điều đó cả. Song, để là một nhà đầu tư thông minh, bạn cần phải nhận trách nhiệm để đảm bảo rằng bạn sẽ không bao giờ mất hầu hết hoặc toàn bộ số tiền của mình. Nữ thần của cải của Ấn b thị hình 20-1 dưới ói:

1 được một chứng 3 thể tăng 10% mỗi Ig chỉ tăng 5% mỗi ã hăng hái đến mức rng khoán mất 50% n đầu tiên. Thậm chí ra tỷ suất lợi nhuận Ig phải mất hơn 16 ìg - đơn giản chỉ vì : quá nhiều, ngay từ lần không thể tránh có cách nào để bạn ! là một nhà đầu tư :rách nhiệm để đảm ' mất hầu hết hoặc thần của cải của Ấn giáo là Lakshmi thườn ngón chân, sẵn sàng cho bà ở nguyên tại c số người hâm mộ Li xuống sàn bằng các n của tượng xuống sàn. "số dư an toàn" của Gi năng như vậy: bằng (cho một khoản đầu tu thể xảy ra là tài sản c mất hoặc bất ngờ bị pl Hãy xem xét điều nà tháng 12/1999, JOS Ul quang, đã tạo ra được trên đó công ty này I hữu hình của công ty t ngày 7/3/2000, chứnị chạm mức 153 đô la r ty này một tổng giá tr đô la[536]. Và sau đó, cũng giống như hầu hết các chứng khoán của "Kỷ nguyên mới", chứng khoán này đã sụp đổ. Bất cứ ai đã mua chứng khoán này vào ngày hôm đó và vẫn còn giữ nó vào cuối năm 2002 đêu phải đối mặt với các triển vọng sau đây:

Nếu bạn mua JDS Uniphase ở mức giá đỉnh của nó là 153,421 đô la vào ngày 7/3/2000, và vẫn còn giữ nó vào cuối năm 2002 (khi nó đóng cửa ở mức 2,47 đô la), bạn sẽ cần bao lâu để quay trở lại với giá bạn mua vào ở các mức tỷ suất lợi nhuận khác nhau?

Thậm chí ở mức tỷ suất lợi nhuận năm khá cao là 10%, bạn cũng phải mất hơn 43 năm để hòa vốn đối với vụ mua vào bị định giá quá cao này!

RỦI RO KHÔNG NẰM TRONG CÁC CHỨNG KHOÁN CỦA CHÚNG TA, MÀ NẰM TRONG CHÍNH CHÚNG TA Rủi ro tồn tại trong một chiều kích khác: trong chính bạn. Nếu bạn đánh giá quá cao việc bạn thực sự hiểu rõ một đầu tư đến mức nào, hoặc đánh giá quá cao khả năng của bạn vượt qua được sự sụt giá tạm thời thì việc bạn sở hữu cái gì hoặc thị trường đang diễn biến thế nào là điều không quan trọng. Xét cho cùng thì rủi ro về tài chính không phải là nằm ở loại đầu tư nào, mà ở chỗ bạn là nhà đầu tư kiểu nào. Nếu bạn muốn biết rủi ro nào đang thực sự tồn tại, hãy đi đến buồng tắm gần đó nhất và bước đến trước tấm gương. Đấy, chính cái rủi ro đang từ trong gương nhìn lại bạn đấy.

Trong lúc bạn đang nhìn vào chính bản thân mình trong gương, bạn cần phải cảnh giác với những điều gì? Nhà tâm lý học đoạt giải Nobel Daniel Kahneman giải thích hai yếu tố đặc trưng cho các quyết định đúng:

- "sự tin tưởng được định cở tốt" (tôi có hiểu đầu tư này rõ như tôi nghĩ là tôi hiểu?).
- "sự ân hận đã được dự đoán chính xác" (tôi sẽ phản ứng như thế nào nếu phân tích của tôi té ra là sai?).

Để xác định xem liệu sự tin tưởng của bạn đã được định cỡ đúng mức chưa, hãy nhìn vào gương và tự hỏi mình: "Xác suất phân tích của tôi đúng là bao nhiêu?". Hãy suy nghĩ một cách thận trọng qua các câu hỏi sau:

• Tôi có được bao nhiêu kinh nghiệm? Thành tích theo dõi của tôi về các quyết định tương tự trong quá khứ như thế nào?

• Thành tích theo dõi tiêu biểu của những người khác đã từng thử nghiệm điều này trong quá khứ như thế nào?[537].

• Nếu như tôi đang mua vào, thì có ai đó đang bán ra. Liệu có khả năng xảy ra là tôi biết điều gì đó mà người (hoặc công ty) kia không biết?

• Nếu như tôi đang bán ra, thì có ai đó đang mua vào. Liệu có khả năng xảy ra là tôi biết điều gì đó mà người (hoặc công ty) kia không biết?

• Tôi đã tính toán là khoản đầu tư này cần phải tăng cao bao nhiêu để tôi có thể hòa vốn sau khi trừ thuế và chi phí giao dịch của mình?

Tiếp theo đó, hãy nhìn vào gương để tìm xem liệu bạn có phải là loại người đã dự đoán đúng được sự ân hận của bạn. Hãy bắt đầu bằng cách hỏi: "Liệu tôi có hiểu hết được các hậu quả nếu phân tích của tôi hóa ra là sai?". Hãy trả lời câu hỏi này bằng cách xem xét các điểm sau đây:

• Nếu tôi đúng, tôi có thể kiếm được rất nhiều tiền. Song nếu tôi là sai thì điều gì sẽ xảy ra? Dựa trên kết quả thực hiện trong quá khứ của các đầu tư tương tự, liệu tôi có thể bị mất bao nhiêu?

• Tôi có các đầu tư nào khác sẽ giúp tôi vượt qua khó khăn nếu như quyết định này té ra là sai? Liệu tôi đã đang cầm giữ các chứng khoán, trái phiếu, hoặc các quỹ với thành tích lên giá đã được xác minh trong khi loại đầu tư mà tôi đang xem xét xuống giá? Liệu tôi có đặt quá nhiều vốn của mình trong sự rủi ro bằng đầu tư mới này không?

• Khi tôi bảo với chính mình "Mi có sức chịu đựng rủi ro cao", làm sao mà tôi biết được? Tôi đã từng bao giờ mất rất nhiều tiền cho một đầu tư chưa? Điều đó đã được cảm nhận như thế nào? Tôi đã mua thêm, hay tôi đã thoát ra?

• Liệu tôi có chỉ dựa vào sức mạnh ý chí của riêng bản thân để ngăn mình khỏi sự hoảng loạn không đúng lúc? Hoặc liệu tôi đã kiểm soát được hành vi của mình từ trước bằng cách đa dạng hóa khi ký một hợp đồng đầu tư và tính bình quân chi phí đô la?

Bạn cần phải luôn nhớ rằng, theo lời của nhà tâm lý học Paul Slovic, "rủi ro được pha chế từ một liều lượng ngang nhau của hai thành phần - xác suất và hệ quả"[538]. Trước khi bạn đầu tư, bạn cần phải đảm bảo là bạn đã đánh giá một cách hiện thực về xác suất bạn sẽ đúng, và bạn sẽ phản ứng như thế nào đối với hậu quả khi bạn sai.

VÁN CƯỢC CỦA PASCAL Nhà triết học về đầu tư Peter Bernstein lại có một cách khác để tổng kết về việc này. ông quay trở lại với Blaise Pascal, nhà toán học và thần học Pháp vĩ đại (1623-1662), người đã sáng tạo ra một thực nghiệm về tư duy, trong đó một người theo thuyết bất khả tri sẽ phải đánh cược là liệu Chúa Trời có tồn tại hay không. Vật cược mà người này phải đặt vào ván cược đó là tư cách đạo đức của anh ta trên đời này; phần thưởng cuối cùng trong ván bài này là số phận linh hồn của anh ta ở thế giới bên kia. Trong ván cược này, Pascal quả quyết "lý lẽ không thể xác định được" khả năng Chúa Trời có tồn tại không. Việc Chúa Trời có tồn tại hay không tồn tại thì chỉ có đức tin, chứ không phải lý lẽ, mới có thể trả lời được câu hỏi đó. Tuy nhiên, trong khi xác suất trong ván cược của Pascal là trò may rủi năm đúng năm sai, thì hệ quả lại hoàn toàn rõ ràng và hết sức chắc chắn. Như Bernstein giải thích:

Giả sử là bạn hành động như thể là Chúa đang tồn tại và bạn có một cuộc sống đầy phẩm hạnh và kiêng khem, trong khi thực tế là không có Chúa. Bạn sẽ phải từ bỏ một số thú vui trong cuộc sống, song cũng sẽ có một số phần thưởng. Bây giờ giả sử là bạn hành động như thể là Chúa không tồn tại và bạn sống một cuộc đời đầy tội lỗi, ích kỷ và nhục dục trong khi trên thực tế Chúa lại tồn tại. Bạn có thể đã được hưởng vui thú và những cảm giác hồi hộp trong khoảng thời gian tương đối ngắn ngủi của cuộc đời mình, song khi mà ngày phán xét đến thì bạn sẽ gặp phải phiền toái lớn[539].

Bernstein kết luận: "Khi đưa ra các quyết định trong những điều kiện bất định, hệ quả sẽ áp đảo xác suất. Chúng ta không bao giờ biết được tương lai". Do vậy, như Graham đã nhắc nhở bạn trong mỗi chương của cuốn sách này, nhà đầu tư thông minh cần phải tập trung không chỉ vào việc có được một phân tích đúng.

Bạn cũng cần phải đảm bảo chống lỗ nếu phân tích của bạn hóa ra là sai - ngay cả các phân tích tốt nhất cũng sai ít nhất là vào một thời điểm nào đó. Xác suất của việc thực hiện ít nhất là một sai lầm tại một thời điểm nào đó trong cuộc đời đầu tư của bạn hầu như bằng 100% và nó hoàn toàn vượt ra ngoài sự kiểm soát của bạn. Tuy nhiên, bạn có thể kiểm soát được hệ quả của việc mình sai. Nhiều "nhà đầu tu" đã đặt hầu như toàn bộ số tiền của mình vào các chứng khoán chấm com trong năm 1999,[Ê] một điều tra trực tuyến đối với 1.338 người Mỹ do tạp chí Money thực hiện năm 1999 đã cho thấy là gần một phần mười trong số họ đã đặt ít nhất là 85% số tiền của mình vào các chứng khoán Internet. Bằng cách bỏ qua lời kêu gọi của Graham về số dư an toàn, những người này đã chọn bên sai trong ván cược của Pascal. Chắc chắn là họ biết xác suất của việc mình đúng, nhưng họ đã không làm gì để bảo vệ mình chống lại hậu quả của việc mình sai.

Chỉ đơn giản là bằng cách giữ cho các cổ phiếu của bạn thường xuyên được đa dạng hóa, và từ chối ném tiền vào các kiểu mốt điên cuồng nhất, mới nhất của Ngài Thị trường, bạn có thể đâm bâo được rằng hậu quả của các sai lầm của bạn sẽ không bao giờ trở thành thảm họa. Bất kế là Ngài Thị trường quăng vào bạn cái gì, bạn sẽ luôn có thể nói, với một sự tin chắc lặng lẽ, rằng: "Điều đó rồi cũng sẽ qua đi.”

Tái bút Chúng tôi biết rất rõ hai thành viên tham gia công ty hợp danh đã trải qua một phần lớn cuộc đời của họ điều hành các quỹ của riêng họ và quỹ của những người khác tại Phố Wall. Một số kinh nghiệm khắc nghiệt đã dạy họ rằng an toàn và cần thận thì tốt hơn là cố tìm cách vơ được tất cả tiền bạc trên thế gian này. Họ đã xác lập một cách tiếp cận tương đối độc đáo đối với các hoạt động chứng khoán kết hợp được các khả năng lợi nhuận tốt với các giá trị lành mạnh. Họ tránh xa bất cứ cái gì mà có vẻ như được định giá quá cao và tống đi khá nhanh chóng các phát hành nào lên cao đến mức mà họ cảm thấy không còn hấp dẫn nữa. Danh mục đầu tư của họ luôn khá đa dạng, với trên một trăm các phát hành khác nhau. Bằng cách đó, họ đã thực hiện được khá tốt qua nhiều năm trồi sụt trên thị trường chung; họ đạt được mức lợi nhuận trung bình khoảng 20% một năm trên số vốn nhiều triệu đô la mà họ đã tiếp nhận đề quản lý, và các khách hàng của họ rất hài lòng với kết quả[540].

Vào năm xuất bản cuốn sách này lần đầu tiên, một cơ hội được mời chào đối với quỹ của hai thành viên hợp danh này là mua một nửa cổ phần của một doanh nghiệp đang tăng trưởng. Do một số nguyên nhân, ngành công nghiệp này lúc đó không hấp dẫn được Phố Wall, vì vậy vụ này đã bị khá nhiều hãng chứng khoán từ chối. Song cặp thành viên hợp danh đó lại rất ấn tượng bởi những triển vọng của công ty này; điều có ý nghĩa quyết định đối với họ là mức giá vừa phải xét theo tương quan với lợi tức hiện tại và giá trị tài sản. Hai thành viên đó đã thực hiện vụ mua lại công ty này, với tổng trị giá tính theo đô la là bằng khoảng một phần năm quỹ của họ. Họ đã trở nên gắn bó chặt chẽ với một quyền lợi kinh doanh mới mà sau đó đã khá phát đạt[541].

Thực sự là doanh nghiệp này đã thể hiện tốt đến nỗi là giá cổ phiếu của nó đã tăng tới hơn 200 lần hoặc hơn nữa so với mức giá đã được trả cho một nửa cổ phần ban đầu. Mức tăng này đã bỏ xa tăng trưởng thực sự về lợi nhuận, và gần như là ngay từ ban đầu sự chào giá có vẻ như quá cao xét theo các tiêu chuẩn đầu tư của chính các thành viên hợp danh. Song do họ coi công ty này như một loại "doanh nghiệp gia đình", nên họ vẫn tiếp tục duy trì mức độ sở hữu cổ phiếu khá lớn bất chấp sự tăng giá ngoạn mục. Khá nhiều người tham gia vào các quỹ của họ cũng đã làm như vậy, và những người đó đã trở thành các triệu phú thông qua việc nắm giữ cổ phần chỉ trong một doanh nghiệp đó, cộng với các công ty con sau đó được hình thành[542].

Trớ trêu thay, tổng các lợi nhuận sinh ra từ riêng quyết định đầu tư này đã vượt xa tổng của tất cả các đầu tư khác được thực hiện suốt 20 năm với các hoạt động trải rộng khắp trong các lĩnh vực chuyên môn hóa của các thành viên hợp danh này, trong đó có biết bao nhiêu khảo sát, suy ngẫm cân nhắc, và các quyết định cá nhân không đếm xuể.

Liệu ở đây có các bài học nào về câu chuyện giá trị này đối với nhà đầu tư thông minh? Một bài học hiển nhiên là có vài cách khác nhau đề làm ra tiền và giữ tiền ở Phố Wall. Một bài học khác, không hiển nhiên đến thế, là một cơ hội may mắn, hoặc một quyết định khôn ngoan tuyệt đỉnh - liệu chúng tôi có thể nêu chúng một cách riêng rẽ? - có thể còn đáng giá hơn cả đời nỗ lực làm việc của một người làm công ăn lương[543]. Song phía sau sự may

mắn đó, hay là quyết định cốt tử đó, chắc hẳn là thường tồn tại một nền tảng chuẩn bị và một năng lực có tính kỷ luật. Bạn cần phải xác lập được chỗ đứng và được thừa nhận ở một mức độ cần thiết, đủ để các cơ hội này sẽ đến gõ vào cánh cửa của chính bạn. Bạn phải có phương tiện, sự suy xét và lòng can đảm đề tận dụng được lợi thế của các cơ hội đó.

Tất nhiên, chúng tôi không thể hứa hẹn một trải nghiệm đãy ngoạn mục tương tự như vậy cho tất cả các nhà đầu tư thông minh, những người vẫn luôn vừa thận trọng vừa cảnh giác qua suốt nhiều năm. Chúng tôi cũng chưa có ý định kết thúc bằng một khẩu hiệu của J. J. Raskob mà chúng tôi đã chế giễu ngay từ đầu: "Bất cứ ai cũng có thể giàu có". Song những cơ hội thú vị có rất nhiều trong sân chơi tài chính, và nhà đầu tư thông minh cũng như nhà đầu tư mạnh bạo cần phải có khả năng tìm được cả sự hứng thú lẫn lợi nhuận trong trò xiếc nhộn nhạo này. Sự hồi hộp là điều được đảm bảo chắc chắn.

BÌNH LUẬN TÁI BÚT Đâu tư thành công là phải quản lý được rủi ro chứ không phải tìm cách tránh rủi ro. Thoạt nhìn, khi bạn thấy Graham đưa 25% tiền quỹ của ông vào một chứng khoán duy nhất, bạn có thể nghĩ rằng ông đang đánh bạc một cách liều lĩnh bằng tiền của các nhà đầu tư của mình. Song sau đó, khi bạn vỡ lẽ là Graham đã xác định một cách cẩn thận là ông có thể thanh lý GEICO để có được ít nhất là số tiền ông đã trả để mua nó, thì điều trở nên rõ ràng là Graham đã chấp nhận một rủi ro tài chính rất nhỏ. Nhưng ông lại cần một sự can đảm rất lớn để nhận lãnh một rủi ro về mặt tâm lý của một ván cược lớn đến như vậy vào một chứng khoán vô danh đến như vậy[544].

Các đầu đè lớn ngày nay chứa đầy những sự kiện khủng khiếp và những rủi ro không giải quyết được: cái chết của thị trường giá lên những năm 1990, tăng trưởng kinh tế trì trệ, gian lận doanh nghiệp, các bóng ma của khủng bố và chiến tranh. "Các nhà đầu tư không thích sự không chắc chắn", một nhà chiến lược thị trường ngay lúc này đây đang nói lên bổng xuống trầm trên một kênh TV tài chính hoặc một tờ báo ra ngày hôm nay. Song các nhà đầu tư chưa từng bao giờ thích sự không chắc chắn cả, vậy nhưng đó lại là một điều kiện cơ bản nhất và dai dẳng nhất của thế giới đầu tư. Nó đã luôn tồn tại và nó sẽ luôn tồn tại. Về cốt lõi, "không chắc chắn" và "đầu tu" là các từ đồng nghĩa. Trong thế giới thực, chưa từng có một người nào được phú cho khả năng nhìn thấy rằng một thời điểm cụ thể nào đó là thời điểm tốt nhất để mua chứng khoán. Không có niềm tin cứu rỗi vào tương lai, thì không một ai có thể đầu tư được cả. Để là một nhà đầu tư, bạn cần phải là một người tin vào ngày mai tốt đẹp hơn.

Là người có học thức nhất trong các nhà đầu tư, Graham thích câu chuyện về Ulysses, được kể qua thơ của Homer, Alfred Tennyson và Dante. Trong giai đoạn cuối của cuộc đời mình, Graham đã rất thích thú một cảnh trong Địa ngục của Dante, khi Ulysess mô tả việc tạo cảm hứng cho đội thủy thủ của mình chèo thuyên tới các vùng biển phía Tây vượt ra ngoài cổng Hercules:

"Hỡi anh em, ta đã đến phía tây Sau khi vượt qua trăm ngàn nguy khốn Nay chỉ còn lại chặng đường không dài.

Hướng đang đi; đó là chặng còn lại Theo kinh nghiệm, đi về hướng Mặt trời Đến thế giới chưa từng có người ở.

Hãy nhớ rằng: ta dòng dõi cao sang Không sinh ra để sống đời phàm tục Mà vì tri thức, lòng dũng cảm, ta sinh".

Các chiến hữu, sau những lời ngắn đó Đêu náo nức tiếp tục cuộc hành trình Không một ai có thể dừng được họ.

Họ quay mũi tàu về phía rạng đông Mái chèo như cánh, bay trong điên dại.[545] Đâu tư là cũng một cuộc phiêu lưu; tương lai tài chính luôn là một thế giới chưa được thông tỏ. Với Graham là người dẫn đường của bạn, hành trình đầu tư trong suốt cả cuộc đời bạn cũng sẽ an toàn và tin cậy cho dù nó phiêu lưu.

Phụ lục 1: Những nhà siêu đầu tư ở Graham-và-Doddsville Warren E. Buffet Ghi chú của người biên tập: Bài viết này là một bản đã được biên tập ghi lại cuộc nói chuyện tại Đại học Columbia vào năm 1984, kỷ niệm năm mươi năm ra đời cuốn Phân tích chứng khoán, do Benjamin Graham và David L. Dodd viết. Cuốn sách chuyên môn này đã lần đầu tiên giới thiệu những ý tưởng mà sau này được phổ biến trong Nhà đầu tư thông minh. Bài viết của Buffet trình làng một nghiên cứu lôi cuốn về cách các học trò của Graham đã sử dụng phương pháp đầu tư theo giá trị của Graham để hiện thực hóa sự thành công phi thường trên thị trường chứng khoán.

Phương pháp "tìm kiếm các giá trị có số dư an toàn đáng kể so với mức giá" của Graham và Dodd đã lỗi thời chưa? Nhiều giáo sư viết sách giáo khoa ngày nay sẽ bảo nó lỗi thời rồi. Họ lập luận rằng thị trường chứng khoán rất hiệu quả; tức là, mức giá phản ánh tất cả những gì được biết về các triển vọng của công ty và về tình trạng của nen kinh tế. Các nhà lý thuyết đó cho rằng không có chứng khoán nào bị đánh giá thấp, vì có những nhà phân tích chứng khoán thông minh sử dụng mọi thông tin có được để đảm bảo là các mức giá luôn phù hợp. Những nhà đầu tư nào dường như thắng được thị trường năm này qua năm khác chỉ là gặp may. "Nếu các mức giá phản ánh đúng thông tin có được thì kiểu đầu tư tinh thông lão luyện này sẽ bị loại trừ," một trong những tác giả sách giáo khoa ngày nay đã viết.

Vâng, có thể lắm. Nhưng tôi muốn trình bày cho các bạn thấy một nhóm nhà đầu tư từ năm này qua năm khác đã đánh thắng chỉ số 500 chứng khoán của Standard & Poor's. Giả định rằng họ làm vậy chỉ nhờ vận may thì ít ra cũng đáng xem xét. Điều quan trọng trong việc xem xét này là tất cả những người đánh thắng này đều rất quen thuộc với tôi và được nhận định trước là những nhà đầu tư thượng thặng, lần nhận định gần nhất xuất hiện từ hơn mười lăm năm trước. Nếu thiếu điều kiện này - tức là nếu tôi chỉ vừa mới tìm kiếm trong hàng nghìn bản số liệu để chọn vài cái tên cho bạn sáng nay - thì tôi sẽ khuyên bạn ngừng đọc tại đây. Tôi cũng xin nói thêm rằng tất cả các bản số liệu này đã được kiểm toán. Và tôi xin nói thêm nữa rằng tôi biết nhiều người đã đầu tư với các nhà quản lý này, và những tờ séc mà những người tham gia ấy nhận qua các năm đó khớp với số liệu đã công bố.

Trước khi chúng ta bắt đầu việc xem xét này, tôi muốn bạn hãy hình dung một cuộc thi tung đồng xu tầm cỡ quốc gia. Giả sử rằng chúng ta đánh thức 225 triệu người Mỹ dậy vào sáng mai và bảo tất cả họ mỗi người đặt cược một đô la. Họ đi ra vào buổi sáng lúc mặt trời mọc, và tất cả dự đoán kết quả tung đồng xu.

Nếu họ gọi đúng mặt sấp mặt ngửa của đồng xu, họ sẽ thắng được một đô la từ những người gọi sai. Mỗi ngày những người thua cuộc đều bị loại ra, và vào ngày hôm sau mức cược tăng lên vì tất cả những khoản thắng trước đó đèu được đưa ra cược. Sau mười lần tung vào mười buổi sáng, sẽ có khoảng 220.000 người ở Mỹ gọi đúng mười lần tung liên tiếp. Mỗi người trong số họ sẽ có khoảng hơn 1.000 đô la.

Giờ nhóm này chắc sẽ trở nên hơi phổng mũi về điều này, bản chất con người là vậy. Họ sẽ cố khiêm tốn, nhưng ở các buổi tiệc cốc-tai thỉnh thoảng họ sẽ hé lộ cho những người khác

giới hấp dẫn kỹ thuật của mình là gì, và những hiểu biết sâu sắc nào mà họ đem đến cho lĩnh vực tung xu.

Giả sử rằng những người thắng cuộc nhận được phần thưởng xứng đáng từ những người thua, và trong mười ngày nữa chúng ta sẽ có 215 người đã gọi đúng 20 lần tung xu liên tiếp và những người, bằng trò thi thố này, biến một đô la thành một khoảng hơn 1 triệu đô la một chút. Sẽ có 225 triệu đô la bị thua và cũng sẽ có 225 triệu đô la được thắng.

Tới lúc ấy, nhóm này sẽ thật sự mất hết sự ung dung điềm tĩnh. Họ chắc sẽ viết những cuốn sách về "Cách mà tôi đã biến một đô la thành một triệu trong hai mươi ngày làm việc với ba mươi giây mỗi sáng." Tệ hơn nữa, họ chắc sẽ bắt đầu bay khắp đất nước để tham dự những buổi hội thảo về cách tung xu hiệu quả và bắt đầu tấn công các giáo sư hoài nghi với câu hỏi: "Nếu đó là việc không thể thực hiện được, thì tại sao chúng tôi có tới 215 người?”

Nhưng rồi một giáo sư trường kinh doanh nào đó chắc sẽ đủ khiếm nhã để nói ra thực tế là nếu có 225 triệu con đười ươi tham gia vào một trò tương tự như vậy thì kết quả cũng gần như nhau - 215 con đười ươi tự cao tự đại với 20 lần tung thắng liên tiếp.

Tuy nhiên, tôi sẽ cãi rằng có một số sự khác biệt quan trọng trong những ví dụ mà tôi sắp trình bày. Trước hết là, nếu (a) bạn lấy 225 con đười ươi được phân bố đại loại đều như dân số Mỹ; nếu (b) còn 215 con thắng còn lại sau 20 ngày; và nếu (c) bạn thấy rằng 40 con đến từ một vườn thú cụ thể nào đó ở Omaha, thì bạn sẽ chắc là mình sắp phát hiện ra điều gì đó. Vậy là chắc bạn sẽ đi hỏi người trông nom vườn thú xem anh ta cho chúng ăn gì, xem chúng có những bài tập đặc biệt gì không, chúng đọc những cuốn sách gì, và còn những chuyện khác có trời mới biết. Tức là, nếu bạn tìm thấy sự tập trung khác thường của sự thành công, bạn có lẽ sẽ muốn biết xem mình có thể nhận định sự tập trung của các đặc điểm bất thường có thể là những yếu tố nguyên nhân.

Sự điều tra khoa học thường đi theo khuôn mẫu như vậy. Nếu bạn đang cố gắng phân tích những nguyên nhân có thể của một loại ung thư hiếm - với chẳng hạn 1.500 ca một năm ờ Mỹ - và bạn phát hiện thấy rằng 400 ca đã xảy ra ở một thị trấn nhỏ khai thác mỏ ở bang Montana, thì bạn sẽ trở nên rất quan tâm tới nguồn nước ở đó, hay nghè nghiệp của những người bị bệnh, hay các biến số khác. Bạn biết rằng không phải ngẫu nhiên mà có tới 400 người tập trung trong một khu vực nhỏ. Bạn không nhất thiết phải biết các yếu tố nguyên nhân, nhưng bạn sẽ biết cần tìm chúng ở đâu.

Tôi đồng ý với bạn rằng có những cách khác để xác định một căn nguyên ngoài địa lý. Ngoài căn nguyên địa lý ra, còn có một thứ mà tôi gọi là căn nguyên trí tuệ. Tôi nghĩ bạn sẽ thấy là một con số không cân đối những người tung xu thành công trong thế giới đầu tư đến từ một ngôi làng trí tuệ rất nhỏ có thể được gọi là Graham-và-Doddsville. Sự tập trung những người thắng không thể giải thích đơn giản bằng sự ngẫu nhiên này có thể được lần tìm về tới ngôi làng trí tuệ đó.

Có thể tồn tại những điều kiện khiến cả sự tập trung như vậy cũng trở nên không quan trọng. Biết đâu 100 người chỉ đơn giản là đang bắt chước dự đoán của một nhân vật vô cùng thuyết phục nào đó. Khi anh ta bảo mặt ngửa, 100 người làm theo đã tự động nói theo như vậy. Nếu người dẫn đầu đó là một trong 215 người còn lại cuối cùng thì việc 100 người đến từ cùng một nguồn gốc trí tuệ chẳng nói lên điều gì. Đơn giản là ta sẽ chỉ đang nhận dạng một trường hợp như cả trăm trường hợp khác mà thôi. Tương tự như vậy, giả sử rằng bạn sống trong một xã hội gia trưởng mạnh và tất cả các gia đình ở Mỹ đều, nói cho thuận tiện, có mười thành viên. Hãy giả sử thêm nữa rằng văn hóa gia trưởng mạnh đến nỗi khi 225 triệu người dân vào cuộc vào ngày đầu tiên đó, mỗi thành viên trong gia đình đêu nói theo lời dự đoán của ông bố. Giờ đây, vào cuối thời kỳ 20 ngày, bạn sẽ có 215 người thắng cuộc, và bạn sẽ thấy rằng họ chỉ đến từ 21,5 gia đình. Một số người ngây thơ sẽ cho rằng điều này chỉ ra một yếu tố di truyền vĩ đại để giải thích việc tung xu thành công. Nhưng tất nhiên, điều đó sẽ chẳng có ý nghĩa gì cả vì đơn giản nó chỉ có nghĩa là bạn không có 215 cá nhân thắng cuộc, mà là có 21,5 gia đình được phân bố ngẫu nhiên đã thắng cuộc.

Trong nhóm những nhà đầu tư thành công mà tôi muốn xem xét, có một vị "gia trưởng" trí tuệ chung là Ben Graham. Nhưng những người con đã đi từ ngôi nhà của vị "gia trưởng" trí tuệ này đã dự đoán các lần "tung xu" của mình rất khác nhau. Họ đã đến những nơi khác nhau, bán và mua những chứng khoán và công ty khác nhau, nhưng họ lại có một bản ghi kết quả tổng hợp không thể giải thích đơn giản chỉ bằng sự cơ hội ngẫu nhiên. Nó chắc chắn không thể được giải thích bằng nguyên nhân là họ đang dự đoán các lần tung xu giống hệt nhau vì có một thủ lĩnh ra hiệu cho họ dự đoán. Thủ lĩnh chỉ đặt ra lý thuyết trí tuệ cho việc đưa ra những quyết định dự đoán sấp ngửa, còn mỗi học trò đã tự quyết định cách thức áp dụng lý thuyết riêng cho mình.

Chủ đè trí tuệ chung của những nhà đầu tư đến từ Graham-và-Doddsville là: họ tìm kiếm sự khác biệt giữa giá trị của một doanh nghiệp và giá của những mảnh nhỏ của doanh nghiệp đó trên thị trường. Điều cốt lõi là họ khai thác những sự khác nhau này mà không có sự quan tâm của nhà lý luận thị trường hữu hiệu xem chứng khoán này được mua vào thứ Hai hay thứ Năm, tháng 1 hay tháng 7, v.v. Nhân tiện, khi những nhà kinh doanh mua các doanh nghiệp - chính là những gì các nhà đầu tư của Graham & Dodd đang làm thông qua phương tiện là các chứng khoán có thể mua bán trên thị trường - tôi không nghĩ rằng nhiều người sẽ nhồi vào quyết định mua của mình ngày tháng mà giao dịch sẽ diễn ra. Nếu việc một doanh nghiệp được mua vào thứ Hai hay thứ Sáu chẳng có gì khác nhau, tôi thấy khó mà hiểu tại sao các nhà học thuật lại đầu tư quá nhiều thời gian và công sức để xem nó có gì khác không khi mua những mảnh nhỏ của cùng những doanh nghiệp ấy. Các nhà đầu tư của Graham & Dodd, không cần nói cũng biết, không bàn đến hệ số beta, mô hình định giá vốn đầu tư, hay hiệp phương sai trong mức sinh lời của các chứng khoán. Đó không phải những chủ đề mà họ quan tâm. Thật vậy, hầu hết mọi người trong số họ sẽ gặp khó khăn khi phải định nghĩa những khái niệm đó. Các nhà đầu tư chỉ đơn giản tập trung vào hai biến số: giá và giá trị.

Tôi luôn thấy rất lạ là có biết bao nhiêu các nghiên cứu được hình thành từ động thái của giá và số lượng, những thứ mà các nhà phân tích biểu đồ quan tâm. Bạn có thể tưởng tượng được việc mua cả một doanh nghiệp chỉ vì giá của doanh nghiệp đó đã lên đáng kể trong tuần trước và tuần trước nữa? Tất nhiên, lý do mà nhiều nghiên cứu được tạo thành từ những biến số giá và số lượng là vì ngày nay, trong thời đại máy tính, có một nguồn dữ liệu gần như vô tận về chúng. Không hẳn là vì những nghiên cứu này hữu dụng; đơn giản là vì dữ liệu có ở đó và các nhà học thuật đã chăm chỉ làm việc để học các kỹ thuật toán học cần để xử lý chúng. Một khi học được những kỹ thuật này, sẽ là tội lỗi nếu không sử dụng chúng, kể cả khi việc sử dụng không có ích lợi hay tác hại gì. Như một người bạn đã nói, với một người có cây búa, thì tất cả mọi thứ đèu trông giống cái đinh.

Tôi nghĩ nhóm người mà chúng ta đã nhận biết qua một ngôi nhà trí tuệ chung rất đáng để nghiên cứu. Ấy vậy mà, mặc cho tất cả những nghiên cứu học thuật về tác động của những biến số như giá, số lượng, tính thời vụ, quy mô vốn hóa, v.v, đối với kết quả hoạt động chứng khoán, không có sự quan tâm nào được thể hiện rõ ràng đối với việc nghiên cứu những phương pháp của nhóm tập trung khác thường những người thắng cuộc theo định hướng giá trị này.

Tôi bắt đâu nghiên cứu các kết quả này bằng cách quay trở lại với nhóm bốn người của chúng tôi, những người đã từng làm việc ờ công ty Graham-Nevvman từ năm 1954 đến hết năm 1956. Chỉ có bốn người - tôi không chọn những tên này từ hàng nghìn tên khác. Tôi đã yêu cầu được làm việc không lương ở công ty Graham-Nevvman sau khi tôi học lớp của Ben Graham, nhưng ông lại từ chối tôi với lý do là tôi được định giá quá cao. ông ấy coi cái giá trị này nghiêm túc quá đi thôi! Sau nhiều lần nài nỉ, cuối cùng ông đã thuê tôi. Có ba thành viên hợp danh (partner) và cả bốn chúng tôi đều ờ mức "quê mùa", cả bốn người đã rời khỏi công ty trong khoảng từ năm 1955 đến năm 1957 khi công ty chấm dứt hoạt động, và có thể lần theo bản ghi kết quả của ba người.

Ví dụ đâu tiên (xem bảng 1, trang 609-610) là Walter Schloss. Walter chưa từng học đại học, nhưng đã học một khóa của Ben Graham vào buổi tối ờ Học viện Tài chính New York. Walter đã rời khỏi Graham-Newman vào năm 1955 và đã đạt được một bản ghi kết quả được đưa ra ở đây sau 28 năm.

BẢNG 1: Walter J. Schloss

Năm	Lợi nhuận tổng thể của S & P gồm cả cổ tức (%)	Lợi nhuận tổng thể mỗi năm của WJS Ltd Partners (%)	Lợi nhuận tổng thể mỗi năm của WJS Partnership (%)		
1956	7,5	5,1	6,8	Lợi nhuận gộp 28,25 năm của Standard & Poor's	887,2%
1957	–10,5	–4,7	–4,7		
1958	42,1	42,1	54,6	Lợi nhuận gộp 28,25 năm của WJS Limited Partners	6678,8%
1959	12,7	17,5	23,3		
1960	–1,6	7,0	9,3	Lợi nhuận gộp 28,25 năm của WJS Partnership	23104,7%
1961	26,4	21,6	28,8		
1962	–10,2	8,3	11,1	Tỷ suất gộp hằng năm trong 28,25 năm của Standard & Poor's	8,4%
1963	23,3	15,1	20,1		
1964	16,5	17,1	22,8	Tỷ suất gộp hàng năm trong 28,25 năm của WJS Limited Partners	16,1%
1965	13,1	26,8	35,7		
1966	–10,4	0,5	0,7	Tỷ suất gộp hàng năm trong 28,25 năm của WJS Partnership	21,3%
1967	26,8	25,8	34,4		
1968	10,6	26,6	35,5	Trong lịch sử của mình, công ty hợp danh WJS Partnership đã sở hữu trên 800 phát hành và tại hầu hết các thời điểm đã có ít nhất là 100 vị thế chứng khoán (positien). Tài sản có hiện tại dưới sự quản lý là vào khoảng 45 triệu đô la. Chênh lệch giữa mức sinh lời của WJS Partnership và mức sinh lời của WJS Ltd Partners (dạng hợp danh trách nhiệm hữu hạn) là do sự phân bố tới thành viên hợp danh trách nhiệm vô hạn để quản lý.	

BẢNG 1: Walter J. Schloss (tiếp)

Năm	Lợi nhuận tổng thể của S & P gồm cá cố tức (%)	Lợi nhuận tổng thể mỗi năm của WJS Ltd Partners (%)	Lợi nhuận tổng thể mỗi năm của WJS Partnership (%)
1969	–7,5	–9,0	–9,0
1970	2,4	–8,2	–8,2
1971	14,9	25,5	28,3
1972	19,8	11,6	15,5
1973	–14,8	–8,0	–8,0
1974	–26,6	–6,2	–6,2
1975	36,9	42,7	52,2
1976	22,4	29,4	39,2
1977	–8,6	25,8	34,4
1978	7,0	36,6	48,8
1979	17,6	29,8	39,7
1980	32,1	23,3	31,1
1981	6,7	18,4	24,5
1982	20,2	24,1	32,1
1983	22,8	38,4	51,2
1984 Quý 1	2,3	0,8	1,1

Đây là những gì mà "Adam Smith"[546] - sau khi tôi kể cho anh ta về Walter - đã viết về Walter trong cuốn Siêu tiền tệ (1972):

Anh ta không có kết nối hay tiếp cận nào tới các thông tin có ích. hầu như không ai trên Phố Wall biết anh ta và anh ta không được cung cấp ý tưởng gì. Anh ta nhìn vào những con số trong các cuốn hướng dẫn và gửi thư xin các báo cáo hằng năm, và có lẽ chỉ thế mà thôi.

Khi giới thiệu tôi với [Schloss], Warren cũng đã, như tôi nghĩ, miêu tả anh ta. "Anh ta không bao giờ quên rằng mình đang xử lý tiền của người khác và điều này củng cố ác cảm thông thường của anh ta đối với sự thua lỗ." Anh ta hoàn toàn chính trực và có cách nhìn thực tế về mình. Tiền đối với anh ta là thực và chứng khoán cũng là thực - từ đó tạo ra sự cuốn hút đối với nguyên tắc "số dư an toàn".

Walter đã đa dạng hóa rất nhiều và hiện đang sở hữu hơn 100 đầu chứng khoán. Anh ta biết nhận dạng những chứng khoán bán ở mức thấp hơn nhiều so với giá trị của chúng cho người sở hữu tư. Và anh ta chỉ làm có vậy thôi. Anh ta không lo rằng hiện giờ có phải là tháng 1 hay không, anh ta không lo rằng hôm nay có phải thứ Hai hay không, anh ta không lo rằng năm nay có phải năm bầu cử không. Anh ta chỉ nói đơn giản là, nếu một công ty trị giá một đô la và tôi có thể mua nó với giá 40 xu thì có thể sẽ có điều tốt đẹp xảy đến với tôi. Và anh ta cứ làm như vậy, hết lần này qua lần khác. Anh ta sở hữu nhiều chứng khoán hơn tôi nhiều - và anh quan tâm tới bản chất nen tảng của doanh nghiệp ít hơn tôi nhiều: tôi không có mấy ảnh hưởng tới Walter. Đó là một trong những điểm mạnh của Walter; chẳng ai có mấy ảnh hưởng đối với anh ta.

Trường hợp thứ hai là Tom Knapp, người cũng đã làm việc ở công ty Graham-Newman cùng với tôi. Tom đã học chuyên ngành hóa học ở Đại học Princeton trước khi tham gia chiến tranh; khi trở về sau chiến tranh, anh ta thành một kẻ lang thang bãi biển. Rồi một ngày anh ta đọc được rằng Dave Dodd dạy một khóa buổi tối về đầu tư ở Đại học Columbia. Tom học khóa này theo hình thức không lấy tín chỉ, và anh ta trở nên quan tâm tới môn này đến nỗi anh ta đi đăng ký vào Trường kinh doanh của Đại học Columbia, và anh ta đã có bằng thạc sĩ quản trị kinh doanh (MBA). Ngẫu nhiên thay, 35 năm sau, tôi đã đi tìm Tom để kiểm chứng một số thông tin được ghi ờ đây và tôi lại thấy anh ta ở bãi biển. Điểm khác biệt duy nhất là giờ anh ta sở hữu cái bãi biển đó!

Vào năm 1968, Tom Knapp và Ed Anderson, cũng là học trò của Graham, cùng với một hoặc hai người có cùng chí hướng đã thành lập công ty Tweedy, Browne Partners và các kết quả đầu tư của họ được nêu trong bảng 2. Công ty Tweedy, Brown đã tạo dựng được một kết quả như vậy với sự đa dạng hóa rất rộng. Thỉnh thoảng họ mua quyền sở hữu kiểm soát các doanh nghiệp, nhưng kết quả của các đầu tư thụ động thì cũng ngang với kết quả của các đầu tư kiểm soát. BẢNG 2: Tweedy, Browne Inc.

Giai đoạn kết thúc vào 30/9	Dow Jones* (%)	S & P 500* (%)	Toàn bộ TBK (%)	Bộ phận hợp danh TNHH TBK (TBK Limited Partners) (%)
1968 (9 tháng)	6,0	8,8	27,6	22,0
1969	–9,5	–6,2	12,7	10,0
1970	–2,5	–6,1	–1,3	–1,9
1971	20,7	20,4	20,9	16,1
1972	11,0	15,5	14,6	11,8
1973	2,9	1,0	8,3	7,5
1974	–31,8	–38,1	1,5	1,5
1975	36,9	37,8	28,8	22,0
1976	29,6	30,1	40,2	32,8
1977	–9,9	–4,0	23,4	18,7
1978	8,3	11,9	41,0	32,1
1979	7,9	12,7	25,5	20,5
1980	13,0	21,1	21,4	17,3
1981	–3,3	2,7	14,4	11,6
1982	12,5	10,1	10,2	8,2
1983	44,5	44,3	35,0	28,2
Tổng tỷ suất lợi nhuận 15,75 năm	191,8%	238,5%	1661,2%	936,4%
Tỷ suất gộp hằng năm trong 15,75 năm của Standard & Poor's				7,0%
Tỷ suất gộp hằng năm trong 15,75 năm của bộ phận hợp danh TNHH TBK (TBK Limited Partners)				16,0%
Tỷ suất gộp hằng năm trong 15,75 năm của toàn bộ TBK				20,0%

* Bao gồm cả cổ tức được chi trả cho cả chỉ số tổng hợp Standard & Poor's 500 và chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones.

Bảng 3 mồ tả thành viên thứ ba trong nhóm, người đã lập nên công ty hợp danh Buffett Partnership vào năm 1957. Điều tốt nhất mà anh ta đã làm là rời khỏi đó năm 1969. Kể từ đó, theo một nghĩa, Berkshire Hathaway đã là sự tiếp tục của công ty hợp danh đó xét theo vài khía cạnh. Không có một chỉ số nào tôi có thể đưa ra cho bạn mà tôi cảm thấy là có thể đánh giá chính xác về việc quản lý đầu tư ở Berkshire. Nhưng tôi nghĩ là dù bạn xem xét nó thế nào, nó cũng là khá thành công.

BẢNG 3: Buffett Partnership, Ltd.

Năm	Kết quả tổng thể từ Dow	Kết quả của Buffet Partnership	Kết quả của bộ phận hợp danh TNHH (Limited Partner's)
	(%)	(%)	(%)
1957	-8,4	10,4	9,3
1958	38,5	40,9	32,2
1959	20,0	25,9	20,9
1960	-6,2	22,8	18,6
1961	22,4	45,9	35,9
1962	-7,6	13,9	11,9
1963	20,6	38,7	30,5
1964	18,7	27,8	22,3
1965	14,2	47,2	36,9
1966	-15,6	20,4	16,8
1967	19,0	35,9	28,4
1968	7,7	58,8	45,6
1969	-11,6	6,8	6,6
Trên cơ sở cộng dồn hoặc gộp, kết quả sẽ là:			
1957	-8,4	10,4	9,3
1957-58	26,9	55,6	44,5
1957-59	52,3	95,9	74,7
1957-60	42,9	140,6	107,2
1957-61	74,9	251,0	181,6
1957-62	61,6	299,8	215,1
1957-63	94,9	454,5	311,2
1957-64	131,3	608,7	402,9
1957-65	164,1	943,2	588,5
1957-66	122,9	1156,0	704,2
1957-67	165,3	1606,9	932,6
1957-68	185,7	2610,6	1403,5

Bảng 4 cho thấy bản ghi kết quả của quỹ Sequoia Fund, được quản lý bởi một người mà tôi đã gặp vào năm 1951 ở lớp học của Ben Graham là Bill Ruane. Sau khi học ở Trường kinh doanh của Đại học Harvard, anh ta đã đến Phố Wall. Rồi anh ta nhận ra rằng mình cần phải được đào tạo kinh doanh thực sự nên anh ta đã đến học khóa của Ben ở Đại học Columbia, nơi chúng tôi đã gặp nhau vào năm 1951. Bản ghi kết quả của Bill từ năm 1951 đến 1970 khi làm việc với những lượng tiền tương đối nhỏ là tốt hơn nhiều so với trung bình. Khi tôi chấm dứt Buffet Partnership, tôi đã đê nghị Bill xem liệu anh ta có thể lập ra một quỹ để "ôm" tất cả các thành viên hợp danh chúng tôi, do đó anh ta đã lập ra Sequoia Fund. Anh ta lập ra nó vào một thời điểm rất tệ, ngay khi tôi thôi việc. Anh ta đi thẳng vào thị trường hai giá và vào

tất cả những khó khăn được tạo ra đối với kết quả hoạt động tương đối của các nhà đầu tư theo định hướng giá trị. Tôi rất vui lòng mà nói rằng những thành viên hợp danh của tôi, với mức độ đáng ngạc nhiên, không chỉ ở lại với anh ta mà còn thêm tiền vào, và các kết quả tốt đẹp đã được thể hiện.

BẢNG 4: Sequoia Fund, Inc.

Năm	Thay đổi hàng năm theo %**	
	Sequoia Fund (%)	Chỉ số &P 500 * (%)
1970 (từ 15/7)	12,1	20,6
1971	13,5	14,3
1972	3,7	18,9
1973	–24,0	–14,8
1974	–15,7	–26,4
1975	60,5	37,2
1976	72,3	23,6
1977	19,9	–7,4
1978	23,9	6,4
1979	12,1	18,2
1980	12,6	32,3
1981	21,5	–5,0
1982	31,2	21,4
1983	27,3	22,4
1984 (Quý 1)	–1,6	–2,4
Toàn bộ giai đoạn	775,3%	270,0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp hằng năm	17,2%	10,0%
Cộng 1% phí quản lý	1,0%	
Tổng tỷ suất lợi nhuận đầu tư	18,2%	10,0%

* Bao gồm cả cổ tức (và phân bổ lãi vốn trong trường hợp của Sequoia Fund) được xét như thể là đã được tái đầu tư.

** Các con số này là hơi khác một chút so với các con số của s & p trong bảng 1 bởi sự khác nhau trong việc tính toán cổ tức được tái đầu tư.

Không có cái nhìn vuốt đuôi vào quá khứ nào ở đây cả. Bill là người duy nhất mà tôi gợi ý cho các thành viên hợp danh của mình, và tôi nói tại thời điểm đó nếu anh ta đạt được mức lợi thế bốn điểm một năm so với chỉ số Standard & Poor's, thì đó sẽ là kết quả đáng nể. Bill đã đạt được nhiều hơn thế, làm việc với số tiền ngày càng lớn. Điều này khiến mọi việc khó khăn hơn. Quy mô là cái neo của hiệu quả hoạt động. Không có gì nghi ngờ về điều này. Điều này không có nghĩa là bạn không thể hoạt động tốt hơn trung bình nếu bạn trở nên lớn hơn, nhưng có nghĩa là số dư giảm xuống. Và nếu có bao giờ bạn đạt đến mức quản lý hai nghìn tỉ đô la, và đó lại chính là tổng giá trị vốn cổ đông của cả một nên kinh tế, thì bạn đừng nghĩ rằng mình có thể hoạt động khá hơn trung bình!

Tôi cần phải nói thêm rằng với những số liệu mà chúng ta đã xem, trong cả khoảng thời gian đó hầu như không có sự trùng lặp nào trong các danh mục đầu tư này. Đây là những người chọn chứng khoán dựa trên sự chênh lệch giữa giá và giá trị, nhưng họ lựa chọn rất khác nhau. Các cổ phần lớn nhất của Walter là những công ty be thế như Hudson Pulp & Paper, Jeddo Highland Coal và New York Trap Rock Company, và tất cả những cái tên khác tự dưng đến trong đầu những người đọc ngẫu nhiên những trang báo kinh doanh. Các lựa chọn của Tweedy Browne có độ nổi tiếng thấp hơn mức đó nhiều. Mặc khác, Bill lại làm việc với những công ty lớn. Sự trùng lặp giữa các danh mục đầu tư này là rất, rất thấp. Những số liệu kết quả này không phản ánh hiện tượng một người xướng dự đoán sấp ngửa và năm mươi người khác nhất loạt hô theo anh ta.

Bảng 5 là bản ghi kết quả của một người bạn của tôi, một người tốt nghiệp từ Trường Luật Harvard và đã thành lập một công ty luật lớn. Tôi tình cờ gặp anh ta vào khoảng năm 1960 và bảo anh ta là làm luật như một thú tiêu khiển thì được, nhưng anh ta còn có thể làm khá hơn thế. Anh ta đã lập nên một công ty hợp danh khác hoàn toàn so với của Walter. Danh mục đầu tư của anh ta tập trung vào rất ít đầu chứng khoán, do đó số liệu kết quả của anh dễ biến động hơn nhiều nhưng nó cũng dựa trên cùng một phương pháp chiết khấu giá trị như vậy. Anh ta sẵn sàng chấp nhận những đỉnh cao hơn và thung lũng thấp hơn trong kết quả hoạt động, và anh ta là một người mà toàn bộ tinh thần dồn vào sự tập trung, với những kết quả đã được thể hiện ra. Nhân thể, số liệu này thuộc về Charlie Munger, thành viên hợp danh của tôi khá lâu cùng hoạt động trong Berkshire Hathaway. Tuy nhiên, khi anh ta điều hành công ty hợp danh của mình, danh mục đầu tư của anh ta khác hẳn của tôi và của những người khác được nêu trên đây.

BẢNG 5: CHARLES MUNGER

Năm	Mass. Inv. Trust (%)	Investors Stock (%)	Lehman (%)	Tri–Cont. (%)	Dow (%)	Toàn bộ công ty hợp danh (%)	Limited Partners (%)
Kết quả năm (1)							
1962	–9,8	–13,4	–14,4	–12,2	–7,6	30,1	20,1
1963	20,0	16,5	23,8	20,3	20,6	71,7	47,8
1964	15,9	14,3	13,6	13,3	18,7	49,7	33,1
1965	10,2	9,8	19,0	10,7	14,2	8,4	6,0
1966	–7,7	–9,9	–2,6	–6,9	–15,7	12,4	8,3
1967	20,0	22,8	28,0	25,4	19,0	56,2	37,5
1968	10,3	8,1	6,7	6,8	7,7	40,4	27,0
1969	–4,8	–7,9	–1,9	0,1	–11,6	28,3	21,3
1970	0,6	–4,1	–7,2	–1,0	8,7	–0,1	–0,1
1971	9,0	16,8	26,6	22,4	9,8	25,4	20,6
1972	11,0	15,2	23,7	21,4	18,2	8,3	7,3
1973	–12,5	–17,6	–14,3	–21,3	–23,1	–31,9	–31,9
1974	–25,5	–25,6	–30,3	–27,6	–13,1	–31,5	–31,5
1975	32,9	33,3	30,8	35,4	44,4	73,2	73,2

Bảng 6 là bản ghi kết quả của một người là bạn của Charlie Munger - cũng là một người không học trường kinh doanh - anh ta tốt nghiệp chuyên ngành toán ở Đại học Nam California (USC). Anh ta đến làm việc ở hãng IBM sau khi tốt nghiệp và làm người bán hàng cho IBM trong một thời gian. Sau khi tôi đến gặp Charlie, Charlie đã đến gặp anh ta. Đây là kết quả của Rick Guerin. Từ năm 1965 đến 1983, so với lợi nhuận tổng hợp của s & p là 316 phần trăm, Rick đã có 22.200 phần trăm, một con số mà, chắc là vì anh không được đào tạo kinh doanh, anh ta coi là quan trọng về mặt thống kê.

BẢNG 6: Pacific Partners, Ltd.

Năm	Chỉ số S & P 500 (%)	Kết quả của hợp danh TNHH (Limited Partnership) (%)	Kết quả của toàn bộ Partnership (%)
1965	12,4	21,2	32,0
1966	–10,1	24,5	36,7
1967	23,9	120,1	180,1
1968	11,0	114,6	171,9
1969	–8,4	64,7	97,1
1970	3,9	–7,2	–7,2
1971	14,6	10,9	16,4
1972	18,9	12,8	17,1
1973	–14,8	–42,1	–42,1
1974	–26,4	–34,4	–34,4
1975	37,2	23,4	31,2
1976	23,6	127,8	127,8
1977	–7,4	20,3	27,1
1978	6,4	28,4	37,9
1979	18,2	36,1	48,2
1980	32,3	18,1	24,1
1981	–5,0	6,0	8,0
1982	21,4	24,0	32,0
1983	22,4	18,6	24,8
Lợi nhuận gộp 19 năm của Standard & Poor’s			316,4%
Lợi nhuận gộp 19 năm của bộ phận hợp danh TNHH Pacific			5530,2%
Lợi nhuận gộp 19 năm của toàn bộ hợp danh Pacific			22200,0%
Tỷ suất gộp hằng năm trong 19 năm của Standard & Poor’s			7,8%
Tỷ suất gộp hằng năm trong 19 năm của bộ phận hợp danh TNHH Pacific			23,6%
Tỷ suất gộp hằng năm trong 19 năm của toàn bộ hợp danh TNHH Pacific			32,9%

Một thông tin bổ sung: tôi thấy rất lạ thường là ý tưởng mua những tờ đô la với chỉ 40 xu sẽ hấp dẫn người ta ngay lập tức hoặc là hoàn toàn không hấp dẫn một chút nào. Nó giống như là việc tiêm chủng vậy. Nếu nó không lôi cuốn một người ngay lập tức thì tôi thấy rằng bạn có thể thuyết phục anh ta hàng năm trời và chỉ cho anh ta thấy nhiều số liệu, nhưng vẫn chẳng được tích sự gì. Họ không thể nắm bắt được khái niệm đó, dù nó đơn giản đến vậy. Một người như Rick Guerin, không được đào tạo bài bản về kinh doanh, lại hiểu ngay phương pháp đầu tư theo giá trị và anh ta áp dụng nó sau đấy năm phút. Tôi chưa từng thấy ai lại chuyển đổi dần dần sang phương pháp này trong quãng mười năm cả. Hình như nó không phải là vấn đề chỉ số IQ hay đào tạo học thuật. Nó là sự nhận dạng ngay tức thì, hoặc không chấp nhận gì hết.

Bảng 7 là bản ghi kết quả của Stan Perimeter. Stan tốt nghiệp ngành đào tạo toàn diện[547] ở Đại học Michigan, và là một thành viên hợp danh trong công ty quảng cáo Bozell & Jacobs. Chúng tôi tình cờ lại ở cùng một tòa nhà ở Omaha. Vào năm 1965, anh ta nhận thấy rằng tôi có một doanh nghiệp tốt hơn anh ta, nên anh ta đã bỏ nghề quảng cáo. Một lần nữa, chỉ mất năm phút để Stan đến với phương pháp giá trị.

BẢNG 7'. Perimeter Investments

Năm	Toàn bộ PIL (%)	Hợp danh TNHH (%)		
1/8–31/12/65	40,6	32,5	Tổng tỷ lệ lợi nhuận của Hợp danh từ 1/8/1965 đến 31/10/1983	4277,2%
1966	6,4	5,1	Tỷ lệ lợi nhuận của bộ phận hợp danh TNHH từ 1/8/1965 đến 31/10/1983	2309,5%
1967	73,5	58,8	Tỷ suất lợi nhuận gộp hằng năm của toàn bộ hợp danh	23,0%
1968	65,0	52,0	Tỷ suất lợi nhuận gộp hằng năm của toàn bộ của bộ phận hợp danh TNHH	19,0%
1969	–13,8	–13,8	Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones ngày 31/7/1965	882
1970	–6,0	–6,0	Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones ngày 31/10/1983	1225
1971	55,7	49,3	Tỷ suất lợi nhuận gộp xấp xỉ của DJIA kể cả cổ tức	7%
1972	23,6	18,9		
1973	–28,1	–28,1		
1974	–12,0	–12,0		
1975	38,5	38,5		
1/1–31/10/76	38,2	34,5		
1/11/76–31/10/77	30,3	25,5		
1/11/77–31/10/78	31,8	26,6		
1/11/78–31/10/79	34,7	28,9		
1/11/79–31/10/80	41,8	34,7		
1/11/80–31/10/81	4,0	3,3		
1/11/81–31/10/82	29,8	25,4		
1/11/82–31/10/83	22,2	18,4		

Perimeter không sở hữu những gì Walter Schloss sở hữu. Anh ta không sở hữu những gì Bill Ruane sở hữu. Đây là những bản ghi kết quả được tạo lập một cách độc lập. Nhưng mỗi lần Perimeter mua chứng khoán thì đó là vì anh ta đang nhận được giá trị cao hơn cho số tiền mà anh ta trả. Đó là điều duy nhất anh ta nghĩ tới. Anh không nhìn vào các mức dự đoán lợi tức hằng quý, anh ta không nhìn lợi tức của năm sau, anh ta không nghĩ xem hôm nay là ngày nào của tuần, anh ta không quan tâm về đến nghiên cứu đầu tư từ bất cứ chỗ nào nói gì, anh ta không quan tâm về xung lượng giá cả, số lượng, hay bất cứ điều gì khác.

Anh ta đơn giản chỉ hỏi: doanh nghiệp này có giá trị thế nào?

Bảng 8 và bảng 9 là bản ghi kết quả của hai quỹ hưu trí mà tôi từng làm việc. Chúng không được chọn từ hàng chục quỹ hưu trí mà tôi từng làm việc; chúng là hai quỹ duy nhất mà tôi đã gây ảnh hưởng. Trong cả hai trường hợp, tôi đã hướng họ đến những nhà quản lý có định hướng giá trị. Rất, rất ít quỹ hưu trí được quản lý theo quan điểm giá trị. Bảng 8 là Quỹ hưu trí của công ty Washington Post Company. Nó đã từng là một ngân hàng lớn một vài năm trước, và tôi đã khuyên rằng họ sẽ có lợi khi chọn những nhà quản lý có định hướng giá trị.

BẢNG 8: Master Fund của The Washington Post Company, ngày 31/12/1983

	Quý hiện tại		Kết thúc năm		Kết thúc 2 năm*		Kết thúc 3 năm*		Kết thúc 5 năm*	
	Mức sinh lợi %	Xếp hạng	Mức sinh lợi %	Xếp hạng	Mức sinh lợi %	Xếp hạng	Mức sinh lợi %	Xếp hạng	Mức sinh lợi %	Xếp hạng
Tất cả các đầu tư										
Nhà quản lý A	4,1	2	22,5	10	20,6	40	18,0	10	20,2	3
Nhà quản lý B	3,2	4	34,1	1	33,0	1	28,2	1	22,6	1
Nhà quản lý C	5,4	1	22,2	11	28,4	3	24,5	1	—	—
Master Trust (tất cả các nhà quản lý)	3,9	1	28,1	1	28,2	1	24,3	1	21,8	1
Cổ phiếu thường										
Nhà quản lý A	5,2	1	32,1	9	26,1	27	21,2	11	26,5	7
Nhà quản lý B	3,6	5	52,9	1	46,2	1	37,8	1	29,3	3
Nhà quản lý C	6,2	1	29,3	14	30,8	10	29,3	3	—	—
Master Trust (tất cả các nhà quản lý)	4,7	1	41,2	1	37,0	1	30,4	1	27,6	1
Trái phiếu										
Nhà quản lý A	2,7	8	17,0	1	26,6	1	19,0	1	12,2	2
Nhà quản lý B	1,6	46	7,6	48	18,3	53	12,7	84	7,4	86
Nhà quản lý C	3,2	4	10,4	9	24,0	3	18,9	1	—	—
Master Trust (tất cả các nhà quản lý)	2,2	11	9,7	14	21,1	14	15,2	24	9,3	30
Trái phiếu và giấy tờ tương đương tiền mặt										
Nhà quản lý A	2,5	15	12,0	5	16,1	64	15,5	21	12,9	9
Nhà quản lý B	2,1	28	9,2	29	17,1	47	14,7	41	10,8	44
Nhà quản lý C	3,1	6	10,2	17	22,0	2	21,6	1	—	—
Master Trust (tất cả các nhà quản lý)	2,4	14	10,2	17	17,8	20	16,2	2	12,5	9

* Đã quy về một năm Xếp hạng chỉ kết quả hoạt động của quỹ so với chỉ số vạn năng của A. C. Becker.

xếp hạng được nêu là: 1 = kết quả hoạt động tốt nhất, 100 = tồi nhất.

Như bạn có thể thấy, trên tổng thể họ đã nằm trong các nhóm phần trăm đầu kể từ khi họ đưa ra sự thay đổi. Công ty Post đã bảo những người quản lý giữ ít nhất 25% dưới dạng trái phiếu, điều có lẽ sẽ không nhất thiết là lựa chọn của các nhà quản lý này. Vậy nên tôi đã

thêm kết quả hoạt động trái phiếu chỉ đơn giản để minh họa rằng nhóm này không có chuyên môn đặc biệt gì về trái phiếu. Họ chắc cũng sẽ không nói rằng họ có. Kể cả việc kéo 25 phần trăm quỹ của mình vào một lĩnh vực không phải chuyên môn của họ, họ vẫn nằm trong tốp phần trăm đầu trong việc quản lý quỹ. Trải nghiệm Washington Post không kéo dài quá lâu nhưng nó đại diện cho nhiều quyết định đầu tư được đưa ra bởi ba nhà quản lý không được nhận dạng từ trước.

Bảng 9 là bản ghi kết quả của quỹ FMC Corporation. Tôi không quản lý một đồng nào trong đấy nhưng tôi có ảnh hưởng tới quyết định của họ chọn những nhà quản lý theo định hướng giá trị vào năm 1974. Trước đó, họ đã chọn những nhà quản lý theo cách giống như hầu hết các công ty lớn hơn. Hiện nay, họ đứng số một trong khảo sát Becker về các quỹ hưu trí do quy mô của họ trong khoảng thời gian sau khi "chuyển đổi" sang phương pháp giá trị này. Năm ngoái, họ đã có tám nhà quản lý vốn cổ đông với thời gian hoạt động trên một năm. Bảy người trong số đó có kết quả cộng dồn tốt hơn chỉ số s&p. cả tám người có kết quả hoạt động năm ngoái tốt hơn s&p. Mức chênh lệch thuần giữa kết quả hoạt động trung vị hiện nay và kết quả hoạt động thực sự của quỹ FMC trong thời kỳ này là 243 triệu đô la. FMC cho rằng điều này là do quan điểm mà họ nhận được trong việc chọn các nhà quản lý. Các nhà quản lý đó không hẳn là những nhà quản lý mà tôi nhất định sẽ chọn, nhưng họ cũng có cùng đặc điểm là chọn các chứng khoán dựa trên giá trị.

BẢNG 9: Quỹ lương hưu của FMC Corporation, tỷ suất lợi nhuận năm (%)

Giai đoạn kết thúc vào	1 năm	2 năm	3 năm	4 năm	5 năm	6 năm	7 năm	8 năm	9 năm
FMC (Trái phiếu và vốn cổ đông cộng lại)									
1983	23,0								*17,1
1982	22,8	13,6	16,0	16,6	15,5	12,3	13,9	16,3	
1981	5,4	13,0	15,3	13,8	10,5	12,6	15,4		
1980	21,0	19,7	16,8	11,7	14,0	17,3			
1979	18,4	14,7	8,7	12,3	16,5				
1978	11,2	4,2	10,4	16,1					
1977	–2,3	9,8	17,8						
1976	23,8	29,3							
1975	35,0					*18,5 chỉ từ vốn cổ đông			
Con số trung vị của phương án lớn Becker									
1983	15,6								12,6
1982	21,4	11,2	13,9	13,9	12,5	9,7	10,9	12,3	
1981	1,2	10,8	11,9	10,3	7,7	8,9	10,9		
1980	20,9	kcsl	kcsl	kcsl	10,8	kcsl			
1979	13,7	kcsl	kcsl	kcsl	11,1				
1978	6,5	kcsl	kcsl	kcsl					
1977	–3,3	kcsl	kcsl						
1976	17,0	kcsl							
1975	24,1								

kcsl = không có số liệu BẢNG 9: Quỹ lương hưu của FMC Corporation, tỷ suất lợi nhuận năm (%) (tiếp theo)

Giai đoạn kết thúc vào	1 năm	2 năm	3 năm	4 năm	5 năm	6 năm	7 năm	8 năm	9 năm
S&P 500									
1983	22,8								15,6
1982	21,5	7,3	15,1	16,0	14,0	10,2	12,0	14,9	
1981	–5,0	12,0	14,2	12,2	8,1	10,5	14,0		
1980	32,5	25,3	18,7	11,7	14,0	17,5			
1979	18,6	12,4	5,5	9,8	14,8				
1978	6,6	–0,8	6,8	13,7					
1977	7,7	6,9	16,1						
1976	23,7	30,3							
1975	37,2								

Như vậy đó là chín bản ghi kết quả của các nhà "tung xu" đến từ Graham-và-Doddsville. Tôi không chọn họ trong số hàng nghìn người khác qua việc nhìn vuốt đuôi lại quá khứ. Không phải là tôi đang kể tên cho các bạn một đống người trúng xổ số - những người mà tôi chưa từng nghe tên trước khi họ trúng xổ số. Tôi đã chọn những người này nhiều năm trước dựa trên khuôn khổ của họ trong việc đưa ra quyết định đầu tư. Tôi biết những gì mà họ được dạy và hơn nữa tôi còn hiểu riêng về trí tuệ, nhân cách và tâm tính của họ. Điều rất quan trọng là bạn phải hiểu rằng nhóm này đã nhận lấy mức rủi ro thấp hơn trung bình rất nhiều; hãy lưu ý tới bản ghi kết quả hoạt động của họ trong những năm mà thị trường chung yếu. Mặc dù họ có phong cách khác nhau rất nhiều, những nhà đầu tư này trong tư tưởng của mình luôn mua một doanh nghiệp chứ không phải là mua một chứng khoán. Một số người trong số họ mua toàn bộ một doanh nghiệp. Cách thường xuyên hơn nhiều là họ mua những mảnh nhỏ của các doanh nghiệp. Thái độ của họ là như nhau, cho dù là mua toàn bộ hay chỉ một mảnh nhỏ của một doanh nghiệp. Một số người trong họ có những danh mục đầu tư với hàng tá chứng khoán; những người khác thì tập trung vào một dúm chứng khoán. Nhưng tất cả đều khai thác mức chênh lệch giữa giá thị trường của một doanh nghiệp và giá trị thực của nó.

Tôi tin rằng trên thị trường tồn tại rất nhiều sự phi hiệu quả. Các nhà đầu tư từ Graham-và-Doddsville đã thành công trong việc khai thác các mức chênh lệch giữa giá và giá trị. Khi giá của một chứng khoán có thể bị tác động bởi một "bay đàn" trên Phố Wall với mức giá đặt trên số dư bởi người dễ xúc động nhất, hay người tham lam nhất, hay người trâm cãm nhất, thì khó có thể nói rằng thị trường luôn định giá một cách hợp lý. Thật vậy, giá thị trường thường xuyên là vô lý.

Tôi muốn nói một điều quan trọng về rủi ro và phần thưởng. Đôi khi rủi ro và phần thưởng có mối tương quan theo chiều thuận. Nếu có ai đó nói với tôi rằng: 'Tôi có một khâu súng lục

ở đây và tôi đã nạp một viên đạn vào đó. Sao bạn không xoay nó và kéo cò một lần? Nếu bạn sống sót, tôi sẽ cho bạn 1 triệu đô la." thì tôi sẽ từ chối, có lẽ sẽ nói rằng 1 triệu đô la là chưa đủ. Rồi có thể anh ta sẽ bảo cho tôi 5 triệu để kéo cò hai lần - đó sẽ là sự tương quan dương giữa rủi ro và phần thưởng!

Điều hoàn toàn ngược lại mới đúng với việc đầu tư theo giá trị. Nếu bạn mua một đồng đô la với giá 60 cent, nó sẽ có mức rủi ro hơn so với khi bạn mua một đông đô la với 40 cent, nhưng phân thưởng được mong đợi sẽ lớn hơn trong trường hợp thứ hai. Tiềm năng nhận được phần thưởng với danh mục đầu tư theo giá trị càng lớn thì càng ít có rủi ro hơn.

Một ví dụ nhanh: công ty Washington Post Company vào năm 1973 được bán với mức 80 triệu đô la trên thị trường. Tại thời điểm đó, ngày hôm đó, bạn có thể bán tài sản cho bất cứ ai trong mười người mua với mức giá không thấp hơn 400 triệu đô la, có thể là còn nhiều hơn đáng kể. Công ty này sở hữu các tờ báo Post, Newsweek, cộng với một loạt đài truyền hình trên các thị trường lớn. Cũng những tài sản đó hiện nay có giá trị là 2 tỉ đô la, nên người nào mà trả 400 triệu đô la lúc đó chưa hẳn đã là điên rồ.

Giờ đây, nếu chứng khoán đó giảm xuống thấp hơn nữa tới mức khiến giá của nó là 40 triệu đô la chứ không phải là 80 triệu đô la thì hệ số beta của nó sẽ lớn hơn. Và với những người nghĩ rằng hệ số beta đo mức rủi ro, thì mức giá rẻ hơn sẽ làm nó có vẻ rủi ro hơn. Đây đúng là Alice ở Xứ sở Thần tiên. Tôi chưa bao giờ nghĩ được ra tại sao việc mua một lượng tài sản trị giá 400 triệu đô la chỉ với 40 triệu đô la lại rủi ro hơn mua với 80 triệu đô la. Và thực tế là nếu bạn mua một nhóm những chứng khoán như vậy và bạn có hiểu biết ít nhiều về việc định giá công ty thì việc mua một lượng tài sản 400 triệu đô la với giá 80 triệu đô la hầu như không có chút rủi ro nào, đặc biệt nếu bạn thực hiện nó bằng cách mua mười nhóm trị giá 40 triệu đô la với mức giá 8 triệu đô la mỗi nhóm. Vì bạn không nắm giữ 400 triệu đô la đó, bạn sẽ muốn chắc chắn rằng mình đang làm việc với những người trung thực và tương đối giỏi, nhưng đó không phải việc khó.

Bạn cũng sẽ phải có kiến thức để giúp bạn đưa ra một ước tính rất chung chung về giá trị của các ngành kinh doanh nên tảng. Nhưng bạn không được quá sát nó. Đó là ý của Ben Graham khi nói về việc có một số dư an toàn. Bạn không thử mua những công ty có giá trị 83 triệu đô la với giá 80 triệu đô la. Bạn cho mình một số dư khổng lồ. Khi bạn xây cầu, bạn quả quyết rằng nó có thể chịu được 30.000 pao (13,6 tấn), nhưng bạn chỉ lái những chiếc xe tải 10.000 pao (4,5 tấn) qua cầu. Và quy tắc đó cũng áp dụng vào việc đầu tư.

Tóm lại, một số người có đầu óc thương mại hơn trong số các bạn có thể sẽ tự hỏi tại sao tôi lại viết bài này. Thêm được nhiều người chuyển sang phương pháp giá trị tất yếu sẽ dẫn tới việc giảm chênh lệch giữa giá và giá trị. Tôi chỉ có thể nói rằng bí mật này đã được hé lộ hơn 50 năm rồi, kể từ khi Ben Graham và Dave Dodd viết cuốn Phân tích chứng khoán, mà tôi vẫn không thấy nảy sinh xu hướng chuyển sang phương pháp đầu tư theo giá trị trong suốt 35 năm mà tôi dùng nó. Có vẻ như con người có một đặc tính ngang trái là thích phức tạp hóa những vấn đề đơn giản. Thế giới học thuật còn lảng tránh khỏi việc dạy cách đầu tư theo

giá trị trong 30 năm qua. Khả năng là tình hình vẫn sẽ tiếp tục như vậy. Các con tàu sẽ đi vòng quanh thế giới nhưng Hội Trái đất Phẳng vẫn sẽ phát triển, vẫn sẽ có sự chênh lệch lớn giữa giá và giá trị trên thị trường, và những người đọc sách Graham & Dodd sẽ tiếp tục phát đạt.

2ẻ Những quy định quan trọng liên quan tới việc đánh thuế thu nhập đầu tư và giao dịch chứng khoán (năm 1972) Lưu ý của Ban biên tập: Do những thay đổi lớn trong các quy định điều chỉnh các giao dịch như vậy, tài liệu sau đây được đưa ra chỉ có ý nghĩa lịch sử mà thôi. Khi Graham viết ra lần đầu vào năm 1972, tất cả thông tin trong đó đều đúng. Tuy nhiên, những thay đổi trong thời gian qua đã khiến văn bản này không còn đúng với ngày nay. Theo sau Phụ lục 2 gốc của Graham là một phiên bản được sửa đổi và cập nhật về "Những điều căn bản về thuế đầu tư," cung cấp cho người đọc thông tin cập nhật về các quy định liên quan.

Quy định 1 - Lãi suất và cồ tức Lãi suất và cổ tức được đánh thuễ như thu nhập bình thường trừ phi (a) thu nhập nhận được từ các công trái của bang, đô thị và công trái tương tự được miễn thuế Liên bang nhưng có thể phải chịu thuễ tiểu bang, (b) cổ tức thể hiện tỷ suất lợi nhuận trên vốn, (c) một số cổ tức nhất định được trả bởi các công ty đầu tư (xem ở dưới), và (d) 100 đô la đầu tiên của tiền cổ tức thông thường của các công ty trong nước.

Quy định 2 - Lãi vốn và lổ vốn Các khoãn lãi vốn và lỗ vốn[548] ngắn hạn được gộp vào nhau để tính lãi vốn hoặc lỗ vốn ngắn hạn ròng. Các khoản lãi vốn và lỗ vốn dài hạn được gộp vào nhau để tính lãi vốn hoặc lỗ vốn dài hạn ròng. Nếu lãi vốn ngắn hạn ròng vượt lỗ vốn dài hạn ròng thì 100 phần trăm phần vượt đó được tính vào thu nhập. Mức thuế tối đa do đó là 25% cho đến 50.000 đô la tiền lãi đó và 35% trên số cân đối.

Lỗ vốn ròng (số tiền vượt lãi vốn) được khấu trừ khỏi thu nhập bình thường tới mức tối đa là 1.000 đô la trong năm đó và mỗi năm trong năm năm sau đó. Cách khác là các khoản lỗ không được khấu trừ có thể được áp dụng vào bất cứ lúc nào để bù trừ lãi vốn. (Lỗ mang sang lấy từ trước năm 1970 được xử lý thoáng hơn các khoản lỗ sau này.) Lưu ý về các "công ty đầu tư theo luật"[549] Hầu hết các quỹ đầu tư ("công ty đầu tư") lợi dụng những điều khoản đặc biệt của luật thuế, khiến họ có thể được đánh thuế chủ yếu như các công ty hợp danh (partnership). Do đó, nếu họ làm ra lợi nhuận chứng khoán dài hạn thì họ có thể phân phối chúng như "cổ tức lãi vốn," khoản này được các cổ đông của họ báo cáo như là lãi vốn dài hạn. cổ tức lãi vốn có mức thuế thấp hơn cổ tức bình thường. Cách khác là một công ty có thế chọn trả mức thuế 25% cho tài khoản của các cổ đông của nó và sau đó giữ lại khoản cân đối lai vốn mà không phân phối chúng dưới dạng cổ tức lãi vốn.

3Ệ Những điêu căn bản vê đánh thuế đầu tư (cập nhật vào năm 2003) Lãi suất và cổ tức Lãi suất và cổ tức được đánh thuế theo mức thuế thu nhập bình thường trừ (a) lãi suất nhận được từ trái phiếu đô thị, được miễn thuế Liên bang nhưng có thể phải chịu thuế tiểu bang, (b) cổ tức thể hiện tỷ suất lợi nhuận trên vốn, và (c) phân phối tiền lai vốn dài hạn do các quỹ đầu

tư tương hỗ trả (xem ở dưới). Các trái phiếu đô thị hoạt động tư[550]; kể cả trong một quỹ đầu tư tương hỗ, có thể buộc bạn phải chịu thuế tối thiểu thay thế của Liên bang.

Lãi vốn và lồ vốn Các khoản lãi vốn và lỗ vốn ngắn hạn được gộp vào nhau để tính lai vốn hoặc lỗ vốn ngắn hạn ròng. Các khoản lãi vốn và lỗ vốn dài hạn được gộp vào nhau để tính lai vốn hoặc lỗ vốn dài hạn ròng. Nếu lai vốn ngắn hạn ròng vượt lỗ vốn dài hạn ròng thì phần vượt đó được tính là thu nhập bình thường. Nếu có lãi vốn dài hạn ròng thì nó bị đánh thuế với mức lai vốn ưu đãi, thường là 20% - sẽ giảm xuống 18% với những khoản đầu tư mua sau 31/12/2000, và được giữ trong hơn năm năm.

Lỗ vốn ròng được khấu trừ khỏi thu nhập bình thường tới mức tối đa là 3.000 đô la trong năm đó. Bất cứ khoản lỗ vốn nào vượt quá 3.000 đô la đó có thể được áp dụng vào những năm thuế sau để bù trừ lai vốn trong tương lai.

Quỹ đầu tư tương hỗ Là các "công ty đầu tư theo luật", hầu hết các quỹ đầu tư tương hỗ lợi dụng những điều khoản đặc biệt của luật thuế để được miễn thuế thu nhập công ty. Sau khi bán các cổ phần dài hạn đang nắm giữ, các quỹ đầu tư tương hỗ có thể phân phối lợi nhuận dưới dạng các "cổ tức lai vốn," mà các cổ đông của chúng coi là lai vốn dài hạn. Chúng được đánh thuế ở mức thấp hơn (thường là 20%) so với cổ tức bình thường (có thể lên tới 39%). Bạn thường nên tránh thực hiện những đầu tư lớn trong quý tư của mỗi năm, khi mà các khoản tiền lãi vốn này thường được phân phối; nếu không bạn sẽ phải chịu áp thuế cho một khoản lãi vốn mà quỹ kiếm được trước cả khi bạn sở hữu nó.

4ẻ Sự đâu cơ mới vào các cổ phiếu thường[551] Những gì tôi phải nói sẽ phản ánh nhiều năm trải nghiệm trên Phố Wall, với các loại kinh nghiệm đi kèm khác nhau. Nó bao gồm sự quay trở lại định kỳ của những điều kiện mới, hoặc của một không khí mới, những điều thách thức chính giá trị của kinh nghiệm. Đúng là một trong những yếu tố để phân biệt kinh tế, tài chính và phân tích chứng khoán với các ngành nghề thực tiễn khác là căn cứ hiệu lực không chắc chắn của các hiện tượng trong quá khứ để làm một hướng dẫn cho hiện tại và tương lai. Thế nhưng chúng ta không có quyền từ bỏ những bài học quá khứ cho đến khi nào ít ra là chúng ta đã nghiên cứu và hiểu được chúng. Bài diễn văn của tôi hôm nay là cố gắng tiến tới sự hiểu biết như thế trong một lĩnh vực giới hạn - đặc biệt, là nỗ lực trong việc chỉ ra vài mối quan hệ tương phản giữa hiện tại và quá khứ trong thái độ cơ sở của chúng ta đối với việc đầu tư và đầu cơ cổ phiếu thường.

Hãy để tôi bắt đầu với việc tóm tắt luận điểm của mình. Trong quá khứ, các yếu tố đầu cơ một cổ phiếu thường hầu như chỉ nằm trong chính công ty đó; chúng nhờ vào những yếu tố không chắc chắn hoặc dao động, hoặc những yếu kém hoàn toàn của ngành này, hoặc cơ cấu riêng của công ty. Những yếu tố đầu cơ này vẫn tồn tại, đương nhiên rồi; nhưng có thể nói rằng chúng đã được giảm thiểu một cách hợp lý do một số chuyển biến dài hạn mà tôi sẽ nêu. Nhưng ngược lại một yếu tố đầu cơ mới và lớn đã được đưa vào trong vũ đài cổ phiếu thường từ bên ngoài các công ty. Nó đến từ thái độ và quan điểm của công chúng mua chứng khoán và các nhà tư vấn của họ - chủ yếu là những nhà phân tích chứng khoán chúng ta đây.

Thái độ này có thể được miêu tả trong một câu: nhấn mạnh chủ yếu vào các kỳ vọng tương lai.

Không có gì hợp lý và tự nhiên hơn đối với cử tọa bằng ý tưởng là một cổ phiếu thường nên được định giá trị và định giá chủ yếu dựa trên cơ sở của kết quả hoạt động tương lai được kỳ vọng của một công ty. Vậy nhưng khái niệm có vẻ đơn giản này lại mang trong nó một số các nghịch lý và cạm bẫy. Thứ nhất là nó phá bỏ một phần lớn sự khác biệt cổ hơn, vững chắc hơn giữa đầu tư và đầu cơ. Từ điển ghi rằng từ "speculate" ("đầu cơ") gốc từ một từ Latinh "specula", nghĩa là một trạm canh. Do đó, người đầu cơ là người đã đứng canh và nhìn thấy những diễn biến tương lai trước khi những người khác thấy. Nhưng ngày nay, nếu nhà đầu tư sắc sảo hoặc được tư vấn tốt thì anh ta cũng phải có trạm canh cho tương lai của mình, nếu không anh ta sẽ leo cùng một trạm canh chung, nơi anh ta sẽ phải chen vai thích cánh với nhà đầu cơ.

Thứ hai, chúng tôi thấy rằng phần lớn các công ty với phẩm chất đầu tư tốt nhất - tức là có xếp hạng tín dụng tốt nhất - là những công ty có khả năng thu hút sự quan tâm đầu cơ lớn nhất với các cổ phiếu thường của nó, vì ai cũng cho rằng chúng được đảm bảo một tương lai tuyệt vời. Thứ ba, khái niệm về các triển vọng tương lai, đặc biệt là sự tăng trưởng tiếp tục trong tương lai, đã mời gọi việc áp dụng các công thức toán học cao cấp để xác lập giá trị hiện tại của các phát hành ưu tiên. Nhưng sự kết hợp giữa các công thức chính xác với những giả định rất không chính xác có thể tạo ra, hay nói đúng hơn là biện minh cho, hầu như bất cứ giá trị nào mà người ta muốn, dù nó cao tới mức nào, đối với một phát hành thật sự nổi bật. Nhưng, nghịch lý thay, chính thực tế xem xét kỹ lưỡng sẽ cho thấy rằng không có một giá trị, hay một phạm vi khá nhỏ các giá trị hợp lý nào, có thể dựa vào để tạo lập và duy trì bản thân nó đối với một công ty tăng trưởng nào đó; do đó, có lúc thị trường có thể định giá rõ ràng yếu tố tăng trưởng ở một con số thấp đến kinh ngạc.

Trở lại với sự phân biệt của tôi giữa các yếu tố đầu cơ cũ và mới trong cổ phiếu thường, chúng tôi có thể nêu đặc trưng cho chúng bằng hai từ kỳ lạ nhưng rất tiện lợi, là: nội sinh và ngoại sinh. Hãy để tôi miêu tả sơ qua cổ phiếu thường đầu cơ kiểu cũ, đề phân biệt với cổ phiếu đầu tư, thông qua một số dữ liệu liên quan tới các công ty American Can và Pennsylvania Railroad vào năm 1911-1913. (Những công ty này xuất hiện trong sách của Benjamin Graham và David L. Dodd, Phân tích chứng khoán, McGraw-Hill, năm 1940, trang 2-3[ữ]) Trong ba năm đó, phạm vi giá của "Pennsy" chỉ là giữa 53 và 65, tức là giữa 12,2 và 15 lần lợi tức trung bình của nó trong thời kỳ này. Nó thể hiện lợi nhuận vững chắc, trả cổ tức 3 đô la chắc chắn, và các nhà đầu tư chắc chắn rằng nó đã được hỗ trợ vượt xa mức mệnh giá 50 đô la của nó dưới dạng tài sản hữu hình. Ngược lại, giá của American Can dao động từ 9 đến 47,[Ễ] lợi tức của nó là từ 7 xu đến 8,86 đô la; tỷ lệ giá trên lợi tức trung bình ba năm của nó nằm giữa 1,9 và 10 lần; nó không trả một tí cổ tức nào; và những nhà đầu tư thông thạo biết rằng mệnh giá 100 đô la của cổ phiếu thường chẳng đại diện cho điều gì ngoài "nước suông" không công khai vì phát hành cổ phiếu ưu đãi đã vượt quá số tài sản hữu hình có thể có cho nó. Do đó, cổ phiếu thường của American Can là một phát hành đầu cơ đại

diện, vì công ty American Can Company khi đó là một công ty vốn hóa mang tính đầu cơ trong một ngành thăng giáng và bất ổn. Thật ra, American Can có một tương lai dài hạn tuyệt vời hơn nhiều so với Pennsylvania Railroad; nhưng điều này không những không được các nhà đầu tư hoặc đầu cơ thời đó ngờ tới, mà kể cả nếu có thì nó cũng sẽ bị bỏ qua và coi là không thích hợp với những phương châm và chương trình đầu tư vào các năm 1911- 1913.

Bây giờ, xin vạch cho bạn biết về những diễn biến qua thời gian về tầm quan trọng của các triển vọng dài hạn đối với các đầu tư. Tôi muốn lấy ví dụ là công ty công nghiệp khổng lồ xuất chúng nhất của ta - không ai khác ngoài International Business Machines, mà năm ngoái nó đã gia nhập nhóm nhỏ các công ty có 1 tỉ đô la doanh số. Tôi xin giới thiệu một hai chi tiết mang tính tự truyện ở đây, để thêm một chút hơi hướng cá nhân vào những gì sẽ là cuộc tham quan đến những con số lạnh lùng? Năm 1912, tôi rời khỏi trường đại học trong một học kỳ để chủ trì một dự án nghiên cứu cho công ty U.S. Express Company. Chúng tôi đã đi tìm tác động tới doanh thu của một hệ thống tính các tỷ lệ thần tốc mang tính cách mạng mới được đề ra. Nhằm mục đích này, chúng tôi đã dùng những cái máy gọi là Hollerith, được cho thuê bởi công ty Computing-Tabulating-Recording Company lúc đó. Chúng gồm có các máy đục thẻ, phân loại thẻ, và lập bảng - những công cụ gần như xa lạ với những doanh nhân thời đó, và được sử dụng chủ yếu ở Cục Thống kê. Tôi tham gia vào Phố Wall năm 1914, và năm sau đó các trái phiếu và chứng khoán của công ty Cữ-T.-R.

được niêm yết trên sở Giao dịch Chứng khoán New York. Tôi có mối quan tâm kiểu cảm tình với doanh nghiệp đó, và hơn nữa tôi còn coi mình là một kiểu chuyên gia kỹ thuật về các sản phẩm của họ, vì tôi là một trong số ít những người làm tài chính đã được thấy và sử dụng các sản phẩm đó. Vậy nên vào năm 1916, tôi đến gặp giám đốc hãng của tôi, là ông A. N., và chỉ cho ông thấy rằng chứng khoán Cữ-T.-R. được bán với mức giá tầm khoảng 45 (với 105.000 cổ phiếu); rằng nó có lợi tức 6,50 đô la vào năm 1915,[ắ] và giá trị sổ sách của nó - bao gồm chắc chắn một số tài sản vô hình không tách biệt - là 130 đô la,[ắ] rằng nó bắt đầu có mức cổ tức 3 đô la; và tôi đánh giá cao các sản phẩm và triển vọng của công ty này. ông A. N. nhìn tôi một cách thương hại. ồng ấy bảo: "Ben, đừng bao giờ nói với tôi về công ty đó nữa. Tôi sẽ chẳng bao giờ chạm vào nó dù là bằng một cái xào ba mét. [Câu nói ưa thích của ông.] Những trái phiếu 6% của nó được bán ở mức thấp ngoài 80 một chút và chúng không có gì tốt đẹp. Vậy thì làm sao cổ phiếu của nó tốt được?

Mọi người ai cũng biết đằng sau nó chỉ có nước suông." (Chú giải: Vào thời đó, đây là sự chỉ trích tột độ. Nó có nghĩa là tài khoản tài sản của bảng cân đối tài sản là giả. Nhiều công ty công nghiệp - nổi bật là U.S. Steel - mặc dù có mệnh giá 100 đô la, cũng chẳng là gì ngoài nước suông, được che giấu đằng sau một tài khoản tô vẽ nên. Vì chúng không có gì để hỗ trợ mình ngoài sức kiếm lời và các triển vọng tương lai, chẳng có nhà đầu tư tự trọng nào ngó ngàng đến chúng.) Tôi trở lại với cái góc nhỏ của mình, một nhà thống kê trẻ bị quở trách, ồng A. N. không chỉ là con người đầy kinh nghiệm và thành công, mà còn rất sắc sảo nữa. Tôi ấn tượng với sự chỉ trích bao quát của ông đối với công ty Computing-Tabulating-

Recording đến nỗi tôi không bao giờ mua một cổ phiếu của nó trong đời, kể cả sau khi nó đổi tên thành International Business Machines vào năm 1926.

Giờ ta hãy nhìn lại vào công ty đó với cái tên mới của nó vào năm 1926, một năm của các thị trường chứng khoán khá cao. Tại thời điểm đó nó lần đầu hé lộ ra khoản mục đặc quyền kế nghiệp trên bảng cân đối tài sản của nó, với số tiền khá lớn là 13,6 triệu đô la. A. N. đã nói đúng. Hầu như mọi đô la trong cái được gọi là vốn cổ đông đằng sau cổ phiếu thường vào năm 1915 đã không là gì ngoài nước suông. Tuy nhiên, kể từ lúc đó công ty đã tạo ra một kết quả số liệu ấn tượng dưới quyền lãnh đạo của T. L. Watson Cha. Tài sản ròng của nó đã tăng từ 691.000 đô la lên tới 3,7 triệu đô la - gấp hơn năm lần - mức tăng phần trăm lớn nhất mà nó tạo được trong bất cứ giai đoạn 11 năm nào khác. Nó đã tạo lập được vốn cổ đông hữu hình khá tốt cho cổ phiếu thường của nó, và đã chia tách theo tỷ lệ 1 lấy 3,6. Nó lập ra mức cổ tức 3 đô la cho chứng khoán mới, trong khi mức lợi tức là 6,39 đô la từ đó trở đi. Bạn có lẽ trông đợi rằng thị trường chứng khoán năm 1926 phải khá nhiệt tình với một công ty có lịch sử tăng trưởng và vị thế kinh doanh mạnh như vậy. Hãy xem nào. Phạm vi giá của năm đó là 31 tại mức thấp nhất, 59 tại mức cao nhất. Với mức giá trung bình 45, nó vẫn được bán với hệ số gấp 7 lần lợi tức và cùng con số tỷ suất cổ tức 6,7% như vào năm 1915. Tại mức thấp 31, nó không vượt nhiều so với giá trị sổ sách hữu hình, và xét mặt đó thì nó được định giá thận trọng hơn nhiều so với 11 năm trước.

Những dữ liệu này minh họa, cũng như bất cứ dữ liệu nào khác, sự bền bỉ của quan điểm đầu tư kiểu cũ cho đến những năm cực điểm của thị trường giá lên vào thập kỷ 1920. Những gì xảy ra sau đó có thể được tóm tắt theo những giai đoạn mười năm của lịch sử IBM. Vào năm 1936, mức tài sản ròng phát triển lên đến gấp đôi các số liệu của năm 1926, và hệ số trung bình tăng từ 7 lên 17,5. Sau đó tốc độ tăng lên. Tài sản ròng của năm 1956 gấp gần 4 lần của năm 1946, và hệ số trung bình tăng tới 32,5. Năm ngoái, với sự tăng tài sản ròng, hệ số lại tăng lên tới mức trung bình là 42, nếu chúng ta không tính vốn cổ đông không hợp nhất trong các công ty con ở nước ngoài.

Khi chúng tôi xem xét cẩn thận những số liệu giá hiện tại này, chúng tôi thấy một số nét tương đồng và trái ngược so với số liệu của bốn mươi năm trước. Thứ "nước suông" bê bối, xôn xao một thời, từng phổ biến trong những bảng cân đối tài sản của các công ty công nghiệp, giờ đã bị ép ra - đầu tiên là minh bạch hóa và sau đó bị gạch bỏ. Nhưng một kiểu nước loãng khác lại bị đưa trở lại vào việc định giá trên thị trường chứng khoán - bởi chính những nhà đầu tư và đầu cơ. Bây giờ IBM bán với mức gấp 7 lần giá trị sổ sách của nó, thay vì 7 lần lợi tức, thì tác động gần giống như là nó không có giá trị sổ sách vậy. Hoặc phần giá trị sổ sách nhỏ bé có thể được coi là một thành phần cổ phiếu ưu đãi nhỏ của giá cả, phần còn lại thể hiện cùng kiểu cam kết mà nhà đầu cơ thời trước đã thực hiện khi anh ta mua cổ phiếu thường của Woolworth hay U.S. Steel chỉ vì sức kiếm lời và triển vọng tương lai của chúng.

Cũng đáng nhận xét, sau khi đã trải qua, rằng trong ba mươi năm mà IBM biến đổi từ một doanh nghiệp có giá gấp 7 lần lợi tức thành gấp 40 lần lợi tức, nhiều cái trong số những gì mà tôi gọi là các khía cạnh đầu cơ nội sinh của các công ty công nghiệp lớn đã dần biến mất, hoặc ít ra là giảm đi nhiều. Vị thế tài chính của các công ty vững chắc, cơ cấu vốn của chúng thuộc loại thận trọng: chúng được quản lý chuyên nghiệp hơn nhiều, và thậm chí trung thực hơn trước. Hơn nữa, yêu cầu phải minh bạch hóa hoàn toàn đã loại bỏ một trong những yếu tố đầu cơ quan trọng từng có nhiều năm trước - một yếu tố bắt nguồn từ sự thiếu hiểu biết và sự bí ẩn.

Lại thêm một điều ngoài lề cá nhân ở đây nữa. Trong những năm đầu của tôi ờ Phố Wall, một trong các chứng khoán bí ẩn được ưa chuộng nhất là chứng khoán của công ty Consolidated Gas của New York, giờ đây là công ty Consolidated Edison. Nó sở hữu công ty con sinh lợi là New York Edison Company, nhưng nó chỉ báo cáo cổ tức nhận từ nguồn này, chứ không phải toàn bộ lợi tức của nó. Những lợi tức Edison không báo cáo đó đã cung cấp sự bí ẩn và "giá trị ẩn." Tôi đã ngạc nhiên khi phát hiện rằng những con số che đậy này thật ra mỗi năm đều được trình với ủy ban Dịch vụ Công cộng của tiểu bang. Tham khảo các số liệu và đưa ra mức lợi tức thực của Consolidated Gas trong một bài viết trên tạp chí là một việc dễ dàng. (Tiện thể nói thêm, mức lợi nhuận thêm vào không có gì ghê gớm.) Một người bạn lớn tuổi hơn đã bảo tôi lúc đó: "Ben, có thể cậu nghĩ mình là kẻ sừng sỏ khi cung cấp những con số thiếu vắng đó, nhưng Phố Wall sẽ không cảm ơn cậu đâu. Consolidated Gas có điều bí ẩn thì thú vị hơn và giá trị hơn là không bí ẩn. Những gã trẻ ranh muốn thò mũi vào tất cả mọi thứ như cậu sẽ phá hủy Phố Wall mất.”

Đúng là ba chữ M lúc đó từng cung cấp bao nhiêu dầu cho các ngọn lửa đầu cơ thì giờ hầu như đã biến mất. Đó là Mystery (bí ẩn), Manipulation (thao túng), và Margins (số dư, chênh lệch) (nhỏ). Nhưng bản thân các nhà phân tích chứng khoán chúng ta đã tạo ra những phương pháp định giá mang tính đầu cơ tới mức đủ đề thế chỗ những yếu tố đầu cơ cũ hơn. Giờ đây chúng ta cũng có "3M" của chính mình đấy thôi - không ai khác mà chính là công ty Khai khoáng và Chế tạo Minnesota (Minnesota Mining and Manufacturing) - và không phải cổ phiếu thường này minh họa rất hoàn hảo cái cách đầu cơ mới tương phản với cách đầu cơ cũ đó sao? Hãy xem xét một số số liệu. Khi cổ phiếu thường M. M. & M. được bán ở mức 101 vào năm ngoái, thì thị trường định giá nó ở mức 44 lần lợi tức của năm 1956, mức lợi tức này cũng không tăng lên mấy vào năm 1957. Bản thân công ty được định giá 1,7 tỉ đô la, trong đó 200 triệu đô la là tài sản ròng và 1,5 tỉ đô la thể hiện sự định giá của thị trường đối với "đặc quyền kế nghiệp". Chúng tôi không biết quy trình tính toán để ra kết quả định giá đặc quyền kế nghiệp này; nhưng chúng tôi biết rằng một vài tháng sau thị trường đã xét lại sự định giá này và giảm đi tăm 450 triệu đô la, tức là khoảng 30 phân trăm. Rõ ràng là không thể tính toán chính xác thành phần vô hình của một công ty tuyệt vời như vậy. Nó tuân theo một kiểu định luật toán học là yếu tố đặc quyền kế nghiệp hoặc sức kiếm lời tương lai càng quan trọng thì giá trị thực của doanh nghiệp càng không chắc chắn, do đó cổ phiếu thường của nó càng mang bản chất đầu cơ hơn.

Chúng ta cần phải nhận ra một điều khác biệt thiết yếu đã phát triển trong việc định giá các yếu tố vô hình này, khi so sánh những thời kỳ trước đây với ngày nay. Cách đây một thế hệ hoặc hơn, quy luật chuẩn, được thừa nhận trong cả các mức giá chứng khoán trung bình lẫn trong các định giá chính thức hoặc pháp lý, là các tài sản vô hình phải được định giá trên cơ sở thận trọng hơn tài sản hữu hình. Một công ty công nghiệp tốt có thể được yêu cầu phải kiếm được lãi từ 6% đến 8% tài sản hữu hình của nó, được thể hiện chủ yếu bởi các trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi; nhưng lượng lợi tức vượt, hoặc lượng tài sản vô hình mà chúng làm tăng lên, sẽ được định giá, chẳng hạn, ở mức 15%. (Bạn sẽ thấy những tỷ lệ xấp xỉ như thế này ở đợt phát hành đầu tiên cổ phiếu thường và ưu đãi của Woolworth vào năm 1911, và ở chứng khoán của nhiều công ty khác.) Nhưng đã có những gì từng xảy ra kể từ những năm 1920? Cơ bản là giờ ta có thể thấy những điều hoàn toàn ngược lại của các mối quan hệ đó. Một công ty giờ thường phải kiếm lãi khoảng 10% vốn cổ đông thường của nó để được bán trên thị trường với giá trị sổ sách đầy đủ. Nhưng lợi tức vượt của nó, phần vượt quá 10% vốn cổ đông, thường được định giá thoáng hơn, tức là ở mức hệ số cao hơn, so với lợi tức cơ sở cần thiết để hậu thuẫn cho giá trị sổ sách trên thị trường. Do đó, một công ty kiếm được 15% số vốn cổ đông của mình có thể bán tốt với mức gấp 13,5 lần lợi tức của mình, tức là gấp đôi lượng tài sản ròng của nó. Điều này có nghĩa là 10% đầu tiên kiếm được trên vốn cổ đông chỉ được định giá ở mức gấp 10 lần, nhưng 5 phần trăm tiếp theo - cái từng được gọi là "phần vượt" - được định giá ở mức gấp 20 lần.

Có một lý do logic cho việc đảo ngược quy trình định giá này, liên quan tới sự nhấn mạnh mới hơn vào các kỳ vọng về tăng trưởng. Các công ty có mức tỷ suất lợi nhuận trên vốn cao được định giá rộng rãi như vậy không chỉ vì khả năng sinh lợi tốt, và sự ổn định tương đối đi kèm với nó, mà đúng hơn là vì các lợi tức cao trên vốn thường đi đôi với số liệu kết quả và tiềm năng tăng trưởng tốt. Do đó, ngày nay những gì ta thực sự mua trong trường hợp các công ty có khả năng sinh lợi cao không phải là đặc quyền kế nghiệp theo nghĩa cũ và hạn hẹp, nghĩa là một cái tên đã được xác lập và một doanh nghiệp kiếm được lời, mà là các trông đợi giả định bậc cao về lợi nhuận tăng lên trong tương lai.

Điều này đưa tôi tới một hay hai khía cạnh toán học nữa của thái độ mới trong việc định giá cổ phiếu thường, mà tôi sẽ chỉ nhắc tới dưới dạng các lời khuyên ngắn gọn. Nếu, như nhiều cuộc kiểm nghiệm cho thấy, hệ số lợi tức thường tăng lên cùng với khả năng kiếm lời - tức là, khi tỷ suất lợi nhuận trên giá trị sổ sách tăng lên - thì hệ quả số học của đặc điểm này là giá trị thường tăng tỷ lệ thuận với bình phương của lợi tức, nhưng lại tỷ lệ nghịch với giá trị sổ sách. Do đó, theo một nghĩa rất quan trọng và rất thực, các tài sản hữu hình đã trở thành gánh nặng đối với giá trị thị trường trung bình chứ không phải là nguồn gốc của nó. Hãy lấy một vi dụ bình thường thôi. Nếu Công ty A kiếm được 4 đô la một cổ phiếu trên 20 đô la giá trị sổ sách, và Công ty B cũng kiếm được 4 đô la trên một cổ phiếu với 100 đô la giá trị sổ sách, thì Công ty A gần như chắc chắn là được bán với hệ số cao hơn, và do đó có mức giá cao hơn Công ty B - chẳng hạn là 60 đô la cho các cổ phiếu của Công ty A và 35 đô la cho các cổ phiếu của Công ty B. Do đó sẽ là không chính xác khi tuyên bố rằng tài sản trên mỗi

cổ phiếu của Công ty B lớn hơn Công ty A 80 đô la là lý do cho việc giá thị trường của Công ty B thấp hơn Công ty A 25 đô la một cổ phiếu, vì số lợi tức trên một cổ phiếu là bằng nhau.

Nhưng quan trọng hơn điều nói trên là mối quan hệ nói chung giữa toán học và phương pháp tính giá trị chứng khoán mới. Với ba thành phần đã cho: (a) những giả định lạc quan về mức tăng lợi tức, (b) suy chiếu khá dài mức tăng này cho tương lai, và (c) sự hoạt động kỳ diệu của lai suất kép - đấy! thế là một nhà phân tích chứng khoán đã được cung cấp một kiểu "đá luyện vàng" mới có thể tạo ra hoặc biện minh cho bất cứ mức định giá mong muốn nào đối với một "chứng khoán tốt". Tôi đã nhận xét một bài báo gần đây trên Analysts' Journal về cái mốt xài các phép toán cao cấp trong thị trường giá lên, và đã trích dẫn cách trình bày của David Durand về sự tương đồng đáng ngạc nhiên giữa các phép tính toán giá trị cổ phiếu tăng trưởng và nghịch lý Petersburg nổi tiểng[552]r vốn đã thách thức và làm các nhà toán học bối rối trong hơn hai trăm năm. Điều tôi muốn nói ở đây là có một nghịch lý đặc biệt trong mối quan hệ giữa toán học và thái độ đầu tư vào các cổ phiếu thường, nó như thế này: Toán học thường được coi là tạo ra được những kết quả chính xác và đáng tin cậy; nhưng trong thị trường chứng khoán thì phép toán càng phức tạp và trừu tượng thì kết quả mà ta rút ra được càng không chắc chắn và có tính đầu cơ cao hơn. Trong bốn mươi tư năm trải nghiệm và nghiên cứu trên Phố Wall tôi chưa bao giờ thấy các phép tính đáng tin cậy nào về giá trị của cổ phiếu thường, hay các phương châm đầu tư có liên quan, mà lại vượt ra ngoài các phép tính toán số học đơn giản hay đại số sơ cấp nhất. Mỗi khi phép tích phân, hay đại số cao cấp được đưa vào, bạn có thể lấy đó làm dấu hiệu cảnh báo là người sử dụng đang cố thay thế kinh nghiệm bằng lý thuyết, và thường cũng là đề cho sự đầu cơ khoác một cái vỏ đánh lừa là sự đầu tư.

Những ý tưởng cũ hơn về việc đầu tư cổ phiếu thường có vẻ như khá ngây thơ đối với nhà phân tích chứng khoán tinh vi ngày nay. Điều đặc biệt quan trọng đã luôn được đặt vào những gì mà giờ đây ta gọi là các khía cạnh phòng vệ của công ty hoặc phát hành - chủ yếu là đảm bảo chắc chắn rằng nó sẽ tiếp tục duy trì cổ tức không giảm trong những thời kỳ khó khăn. Do đó, những công ty đường sắt mạnh, những công ty tạo nên cổ phiếu thường đầu tư chuẩn của năm chục năm trước, trên thực tế đã được xem là rất giống với các cổ phiếu thường của các công ty tiện ích công cộng ngày nay. Nếu kết quả quá khứ đã thể hiện sự ổn định thì yêu cầu chủ yếu đã được đáp ứng; không có nhiều nỗ lực được thực hiện để dự đoán những thay đổi bất lợi của một tính chất cơ sở trong tương lai. Nhưng, ngược lạiÊ những triển vọng tương lai đặc biệt thuận lợi lại được các nhà đầu tư sắc sảo coi là một thứ để trông chờ chứ không phải để trả tiền.

Trên thực tế, điều này có nghĩa là nhà đầu tư không phải trả thứ gì đáng kể cho các triển vọng dài hạn vượt trội. Anh ta nhận được chúng, hầu như không mất thêm chi phí, như một phần thưởng cho sự thông minh và cách đánh giá xuất sắc của mình trong việc chọn những công ty tốt nhất chứ không chỉ là tốt. Vì tất cả các cổ phiếu thường có cùng sức mạnh tài chính, cùng kết quả lợi tức quá khứ và sự ổn định cổ tức đèu được bán với gần như cùng một mức tỷ suất cổ tức.

Đây đúng là một quan điểm thiển cận, nhưng nó có ưu điểm lớn là khiến cho việc đầu tư vào cổ phiếu thường trong quá khứ không chỉ đơn giản mà về cơ bản còn là hợp lý và rất có lời. Hãy để tôi quay lại lần cuối với một sắc thái cá nhân. Quãng năm 1920 công ty chúng tôi đã phân phát một loạt các tờ rơi nhan đề Bài học cho các nhà đầu tư. Tất nhiên là phải một nhà phân tích trong độ tuổi hai mươi mấy như tôi mới dám đặt một cái tên kiêu căng và tự phụ như vậy. Nhưng trên một trong những tờ đó tôi đã đưa ra một tuyên bố tùy tiện rằng "nếu một cổ phiếu thường là một khoản đầu tư tốt thì nó cũng là một khoản đầu cơ tốt". Vì như tôi từng lập luận, nếu một cổ phiếu thường vững chắc đến nỗi nó có rất ít khả năng rủi ro thua lỗ thì thông thường nó cũng sẽ phải tốt đến nỗi nó có được các cơ hội lợi nhuận tương lai xuất sắc. Đây là một phát hiện hoàn toàn đúng và thậm chí còn có giá trị nữa, nhưng nó chỉ đúng vì không ai để ý đến nó. Một vài năm sau, khi công chúng hiểu ra những phẩm chất truyền thống của các cổ phiếu thường là để đầu tư dài hạn, thì chúng không còn có các phẩm chất đó nữa, vì sự nhiệt tình của công chúng đã xóa bỏ số dư an toàn sẵn có của chúng, và đưa chúng ra khỏi lớp chứng khoán đầu tư. Rồi, tất nhiên, sau đó con lắc lại xoay sang thái cực ngược lại, và chúng ta lại thấy một trong những chuyên gia đáng kính nhất tuyên bố (vào năm 1931) rằng cổ phiếu thường không bao giờ có thể là một khoản đầu tư được.

Khi xem xét trải nghiệm dài hạn này dưới góc độ triển vọng chúng ta có thể thấy một loạt nghịch lý khác trong thái độ thay đổi của nhà đầu tư đối với các khoản lãi vốn, tương phản với thu nhập. Có lẽ là điều hiển nhiên khi nói rằng nhà đầu tư cổ phiếu thường thời trước không quan tâm nhiều tới lãi vốn. Anh ta mua hầu như là vì có sự an toàn và thu nhập, và để cho nhà đầu cơ quan tâm đến việc tăng giá. Ngày nay chúng ta có lẽ sẽ nói rằng nhà đầu tư càng có kinh nghiệm và càng sắc sảo thì càng ít chú ý đến tỷ suất lợi nhuận cổ tức, và mối quan tâm của anh ta càng đặt nặng vào việc tăng giá dài hạn. Nhưng một người cũng có thể lý luận, một cách ngoan cố, rằng chính vì nhà đầu tư thời trước không tập trung vào việc tăng vốn trong tương lai, nên anh ta đã gần như đảm bảo cho bản thân sẽ có được nó, ít nhất là trong lĩnh vực các chứng khoán công nghiệp. Và ngược lại, nhà đầu tư ngày nay quan tâm nhiều tới việc dự đoán tương lai đến nỗi anh ta đã trả trước cho nó rất nhiều. Do đó, những gì anh ta đã suy chiếu bằng nhiều nghiên cứu và sự chăm lo có thể sẽ xảy ra thật và vẫn không đem tới lợi nhuận cho anh ta. Nếu nó không hiện thực hóa tới mức độ mong đợi thì có thể anh ta sẽ gặp phải thua lỗ nghiêm trọng tạm thời hoặc thậm chí là thường xuyên.

Những bài học gì - một lần nữa sử dụng tiêu đe tự phụ từ tờ rơi năm 1920 của tôi - mà nhà phân tích của năm 1958 có thể học được từ việc liên hệ quá khứ với các thái độ của hiện tại? Không có nhiều giá trị, người ta có thể muốn nói vậy. Chúng ta có thể nhìn lại những ngày xưa tốt đẹp một cách lưu luyến, khi mà ta chỉ trả tiền cho hiện tại và có thể có được tương lai mà không mất gì - một sự kết hợp "tất cả chỗ này và cả Thiên đường nữa". Chúng ta sẽ lắc đầu buồn bã và lẩm bẩm: "Những ngày đó đã rời xa mãi mãi rồi". Không phải những nhà đầu tư và nhà phân tích chứng khoán ăn mất cái cây tri thức về những triển vọng thiện và ác hay sao? Khi làm vậy chẳng phải họ đã vĩnh viễn trục xuất mình ra khỏi khu vườn Địa đàng, nơi mà các cổ phiếu thường đầy hứa hẹn vẫn có thể hái được từ các bụi cây đó sao? Có phải

chúng ta luôn chịu số kiếp phải đánh liều với việc trả các mức giá cao quá đáng để có chất lượng và triển vọng tốt, hoặc nhận được chất lượng và triển vọng kém khi ta trả một mức có vẻ là cái giá hợp lý?

Rõ ràng là mọi thứ trông có vẻ giống như vậy. Nhưng người ta cũng không thể chắc chắn với nan đề bi quan đó. Gần đây, tôi đã nghiên cứu một chút về lịch sử dài hạn của một công ty xuất chúng, General Electric - khi bị kích thích bởi biểu đồ hấp dẫn về năm mươi chín năm lợi tức và cổ tức có trong Báo cáo năm 1957 mới xuất bản của họ. Những số liệu này không thiếu điều ngạc nhiên đối với nhà phân tích có hiểu biết. Một điều chẳng hạn là họ cho thấy trước năm 1947 mức tăng trưởng của G. E. tương đối khiêm tốn và khá không đều. Lợi tức năm 1946 của nó, sau khi điều chỉnh trên một cổ phiếu, chỉ cao hơn 30% so với năm 1902 - 52 xu so với 40 xu - và không có năm nào trong thời kỳ này mà lợi tức tăng được gấp đôi năm 1902. Vậy nhưng tỷ suất giá/lợi tức đã tăng từ 9 lần vào năm 1910 lên tới 29 lần vào năm 1936 và một lần nữa vào năm 1946. Tất nhiên, người ta có thể nói rằng hệ số năm 1946 ít ra đã thể hiện khả năng dự đoán nổi tiếng của các nhà đầu tư sắc sảo. Các nhà phân tích chúng ta đã dự đoán được thời kỳ tăng trưởng cực kỳ tuyệt vời đang lấp ló trong thập kỷ tới. Có lẽ thế. Nhưng một số người trong các bạn sẽ nhớ rằng trong năm sau đó, năm 1947, năm tạo ra mức cao mới rất ấn tượng cho lợi tức trên cổ phiếu của G. E., cũng được đánh dấu bởi sự sụt giảm khác thường trong tỷ lệ giá/lợi tức của nó. Tại mức thấp nhất, 32, của mình (trước vụ chia tách 1 thành 3) G. E. thật ra đã bán với mức chỉ gấp 9 lần lợi tức hiện tại của nó, và mức giá trung bình năm đó chỉ khoảng 10 lần lợi tức. Quả cầu pha lê của chúng tôi đã bị mây che trong một khoảng thời gian mười hai tháng ngắn ngủi.

Sự đảo ngược nổi bật này đã xảy ra chỉ 11 năm trước. Nó gieo chút ít nghi ngờ trong tâm trí tôi về tính tin cậy hoàn toàn của niềm tin phổ biến trong giới phân tích rằng các công ty nổi bật và đầy hứa hẹn giờ sẽ luôn bán với tỷ lệ giá/lợi tức cao - rằng đó là một thực tế cơ bản của cuộc sống đối với nhà đầu tư và anh ta hãy cứ chấp nhận và thích nó đi. Tôi không có mong muốn giáo điều nào về điểm này. Tất cả những gì tôi có thể nói là nó không an tọa trong tâm trí tôi, và mỗi người trong các bạn phải tự mình an tọa nó.

Nhưng trong các nhận xét kết luận của tôi, tôi có thể nói một điều gì đó chắc chắn về cơ cấu của thị trường đối với nhiều loại cổ phiếu thường, về mặt đặc điểm đầu tư và đầu cơ của nó. Ngày xưa, tính chất đầu tư của một cổ phiếu thường ít nhiều cũng giống như, hoặc tỷ lệ với, tính chất của chính công ty đó, như đã được đo khá chuẩn bởi đánh giá mức độ tín nhiệm của nó. Tỷ suất lợi tức trên trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi của nó càng thấp, thì cổ phiếu thường càng có khả năng đạt mọi tiêu chuẩn của một khoản đầu tư thỏa đáng, và yếu tố đầu cơ trong việc mua nó càng nhỏ. Mối quan hệ này, giữa cấp độ đầu cơ của cổ phiếu thường và cấp độ đầu tư của công ty, có thể được thể hiện khá tốt bằng đồ thị dưới dạng một đường thẳng đi xuống từ trái sang phải. Nhưng ngày nay, tôi sẽ miêu tả đô thị đó hình chữ u. ở bên trái, khi mà bân thân công ty có tính đầu cơ và tín nhiệm của nó thấp, thì cổ phiếu thường tất nhiên là có tính đầu cơ cao, hệt như trong quá khứ nó vẫn luôn như thế. Tuy nhiên, ở thái cực bên phải, khi mà công ty có sự đánh giá tín nhiệm cao nhất vì số liệu kết quả quá khứ lẫn triển

vọng tương lai của nó ấn tượng nhất, thì ta lại thấy thị trường chứng khoán thường ít nhiều liên tục đưa một yếu tố đău cơ cao vào trong các cổ phần thường thông qua phương tiện đơn giản là một mức giá cao đến nỗi có mức rủi ro kha khá.

Tại điềm này, tôi không thể không đưa vào một lời trích dẫn thích hợp một cách bất ngờ, dù có phần khá cường điệu, về chủ đề mà tôi tìm thấy gần đây trong một bài thơ của Shakespeare. Đó là:

Hẳn là tôi đã từng thấy những người thuê nhà theo hình thức và thiên vị Mất hết tất cã và hơn thế nữa vì trả quá nhiều tiền thuê?

Trở lại với đồ thị tưởng tượng của tôi, phần ở giữa sẽ là nơi các yếu tố đầu cơ trong việc mua cổ phiếu thường có xu hướng đạt tới mức tối thiểu. Trong khu vực này, chúng ta có thể tìm thấy những công ty bê thế và mạnh khỏe, với kết quả tăng trưởng quá khứ tương ứng với tăng trưởng của nen kinh tế quốc gia, và với các triển vọng tương lai hẳn cũng có tính chất đó. Những cổ phiếu thường như vậy có thể được mua vào hầu như mọi thời điểm, trừ đoạn đi lên của một thị trường lên giá, với mức giá vừa phải liên quan tới những giá trị nội tại đã đưa ra của chúng. Thật vậy, vì xu hướng hiện tại của các nhà đầu tư lẫn đầu cơ là tập trung vào các phát hành hoành tráng hơn, tôi sẽ đánh bạo nói rằng những chứng khoán tầm trung này thường bán với giá bằng toàn bộ chứ không phải là thấp hơn các giá trị có thể xác định độc lập của chúng. Do đó, chúng có yếu tố số dư an toàn được tạo ra bởi cùng những thiên vị và định kiến của thị trường, những cái thường phá hủy số dư an toàn của các phát hành hứa hẹn hơn. Hơn nữa, trong hàng ngũ đông đảo của các công ty này, tha hồ có chỗ để phân tích thấu suốt các số liệu kết quả quá khứ và để phân biệt các lựa chọn trong khu vực các triển vọng tương lai, thêm vào đó còn có thể bổ sung độ chắc chắn cao hơn bằng cách đa dạng hóa.

Khi Phaẽthon khăng khăng đòi lái cỗ xe Mặt trời, cha anh ta, một người lái thành thạo, đã cho cậu lính mới một lời khuyên mà anh ta không làm theo - và phải trả giá. Ovid đã tóm tắt lời khuyên của Phoebus Apollo trong ba từ:

Medius tutissiumus ibis Con sẽ an toàn nhất khi đi ờ làn giữa Tôi nghĩ quy tắc này có lợi cho nhà đầu tư và các nhà tư vấn phân tích chứng khoán của họ.

5. Một trường hợp trong lịch sử: Aetna Maintenance Co.

Phần đẩu của trường hợp này được chép lại từ ấn bản năm 1965 của chúng tôi, nơi nó đã xuất hiện lần đầu dưới cái tên "Một ví dụ khủng khiếp". Phần thứ hai tóm tắt lại sự lột xác sau này của doanh nghiệp.

Chúng tôi nghĩ nó sẽ có tác động tốt đến thái độ tương lai của bạn đọc với các đợt chào bán cổ phiếu thường mới nếu chúng tôi đưa ra một "M\ dụ khủng khiếp" một cách chi tiết ở đây. Nó được lấy từ trang đầu tiên của cuốn Hướng dẫn chứng khoán của Standard & Poor's, và nó minh họa ờ mức độ cao nhất những nhược điểm lù lù của các phát hành năm 1960-1962, sự định giá cao khác thường đối với chúng trên thị trường, và sự sụp đổ sau đó.

Tháng 11/1961, 154.000 cổ phiếu thường của công ty Aetna Maintenance Co. được bán cho công chúng với giá 9 đô la và giá lập tức nhảy lên 15 đô la. Trước khi thực hiện việc gọi vốn, tài sản ròng trên mỗi cổ phần là khoảng 1,20 đô la, nhưng chúng tăng lên hơn 3 đô la một chút trên mỗi cổ phần với lượng tiền nhận được cho các cổ phần mới.

Doanh số và lợi tức trước khi thực hiện gọi vốn là:

Năm kết thúc	Doanh số (đô la)	Lợi nhuận ròng của cổ phiếu thường (đô la)	Lợi tức trên cổ phần (đô la)
Tháng 6/1961	3.615.000	187.000	0,69
(Tháng 6/ 1960)*	(1.527.000)	(25.000)	(0,09)
Tháng 12/ 1959	2.215.000	48.000	0,17
Tháng 12/ 1958	1.389.000	16.000	0,06
Tháng 12/ 1957	1.083.000	21.000	0,07
Tháng 12/ 1956	1.003.000	2.000	0,01

*Trong sáu tháng.

Những số liệu tương ứng sau khi thực hiện việc gọi vốn:

Tháng 6/ 1963	4.681.000 đô la	42.000 đô la (thâm hụt)	0,11 đô la (thâm hụt)
Tháng 6/ 1962	4.234.000	149.000	0,36

Vào năm 1962, mức giá giảm xuống còn 2,66 và vào năm 1964, nó bán ở mức thấp tới 0,875. Khống có cổ tức được trả trong thời kỳ này.

NHẬN XÉT: Đây là doanh nghiệp quá nhỏ để có sự tham gia của đại chúng. Chứng khoán được bán -và mua - trên cơ sở của một năm tốt; các kết quả trước đó rất đáng buồn. Không có gì trong bản chất của doanh nghiệp có tính cạnh tranh cao này có thể đảm bảo cho sự bên vững tương laiĒ Với mức giá cao đến ngay sau khi phát hành, công chúng lơ là đã trả nhiều hơn nhiều trên mỗi đô la lợi tức và tài sản cho công ty này so với hầu hết những công ty lớn và mạnh của ta. Ví dụ này đúng là cực độ, nhưng nó không he là độc nhất vô nhị; những trường hợp nhẹ nhàng hơn, nhưng cũng không thể chấp nhận được, về việc định giá quá cao có tới hàng trăm.

Phần tiếp theo vào năm 1965-1970 Vào năm 1965, các quyền lợi mới đã đến với công ty này. Ngành kinh doanh duy tu bảo trì nhà cửa không có lãi bị bán đi, và công ty đã đi hẳn sang ngành hoàn toàn khác: sản xuất thiết bị điện tử. Tên công ty được đổi thành Haydon Switch and Instrument Co. Kết quả lợi tức không có gì ấn tượng. Trong năm năm 1965-1969 công ty đã thể hiện mức lợi tức trung bình chỉ có 8 xu trên một cổ phần "chứng khoán cũ", với 34 xu lợi tức trong năm tốt nhất, năm 1967. Tuy nhiên, theo phong cách hiện đại thật sự, công ty đã chia tách chứng khoán này 1 đổi lấy 2 trong năm 1968. Giá thị trường cũng "chạ/' đúng kiểu của Phố Wall. Nó tăng từ 0,875 vào năm 1964 tới mức tương đương 16,5 vào năm 1968 (sau khi chia tách). Mức giá giờ đã vượt qua kỷ lục đạt được vào những ngày nhiệt huyết của năm 1961. Lần này, sự định giá quá cao còn tệ hơn trước nhiều. Chứng khoán này giờ được bán tại mức 52 lần lợi tức của năm tốt duy nhất của nó, và khoảng 200 lần lợi tức trung bình của nó. Hơn nữa, công ty một lần nữa báo cáo thua lỗ trong chính năm mà mức giá cao nhất đó được thiết lập. Ngay năm sau, năm 1969, giá bán lại giảm xuống còn 1 đô la.

CÂU HỎI: Những anh chàng ngốc đã từng trả hơn 8 đô la cho chứng khoán này vào năm 1968 có biết gì về lịch sử trước đó của công ty, kết quả lợi tức năm năm, giá trị tài sản của nó (rất nhỏ) hay không? Họ có biết là mình nhận được nhiều thế nào - hay ít thế nào - cho số tiền của mình không? Họ có quan tâm không? Đã có ai trên Phố Wall chịu tí trách nhiệm nào cho việc xảy đi xảy lại thường xuyên của tình trạng đầu cơ hoàn toàn không có đầu óc, phổ biến một cách đáng sửng sốt, và tai họa không tránh khỏi này không?

6. Kế toán thuế cho việc công ty NVF thâu tóm cổ phần của Sharon Steel 1. NVF đã thâu tóm 88% các cổ phiếu của Sharon vào năm 1969, nó trả cho mỗi cổ phiếu 70 đô la dưới dạng trái phiếu NVF 5%, đáo hạn năm 1994, và chứng chỉ quyền mua 1,5 cổ phiếu của NVF với giá 22 đô la một cổ phần. Giá trị thị trường ban đầu của các trái phiếu này có vẻ chỉ ở mức 43% của mệnh giá, trong khi các chứng chỉ quyền mua được báo giá ở mức 10 đô la một cổ phiếu NVF trong nó. Điều này có nghĩa là những cổ đông của Sharon chỉ có 30 đô la giá trị trái phiếu, nhưng lại có 15 đô la giá trị chứng chỉ quyền mua cho mỗi cổ phiếu được hoàn trả, tổng cộng 45 đô la một cổ phiếu. (Chỗ này bằng khoảng giá trung bình của Sharon vào năm 1968, cũng như mức giá đóng cửa năm đó của nó.) Giá trị sổ sách của Sharon là 60 đô la một cổ phiếu. Chênh lệch giữa giá trị sổ sách này và giá trị thị trường của chứng khoán của Sharon lên tới khoảng 21 triệu đô la trên 1.415.000 cổ phiếu của Sharon bị thâu tóm.

2. Cách xử lý kế toán được thiết kế để đạt được ba mục tiêu: (a) Coi việc phát hành trái phiếu tương đương với việc "bán" nó ờ mức 43, tạo cho công ty mức giảm trừ hằng năm khỏi thu nhập cho sự khấu hao vô hình (amortization) khoản chiết khấu trái phiếu rất lớn 54 triệu đô la. (Thật ra, như vậy nó sẽ tính cho nó khoảng 15% lai suất hằng năm trên "tiền thu được" của phát hành phiếu nợ 99 triệu đô la.) (b) Bù vào chi phí chiết khấu trái phiếu này bằng một lượng "lợi nhuận" xấp xỉ tương đương, bao gồm ghi có cho thu nhập là 1/10 chênh lệch giữa giá thành của chứng khoán Sharon là 45 đô la và giá trị sổ sách của nó là 60. (Điều này sẽ tương đương với, ngược lại, thông lệ đòi hỏi là tính phí thu nhập mỗi năm với một phần giá được trả cho việc thâu tóm vượt quá giá trị sổ sách của các tài sản đã thâu tóm.) (c) Cái đẹp trong cách sắp xếp này là công ty sẽ tiết kiệm ban đầu được khoảng 900.000 đô la một năm, tức là 1 đô la trên một cổ phiếu, dưới dạng thuế thu nhập từ hai khoản mục hằng năm đó, vì sự khấu hao khoản chiết khấu trái phiếu có thể được khấu trừ từ thu nhập chịu thuế, còn sự khấu hao vô hình "phần vốn cổ đông vượt quá giá thành" không được tính vào thu nhập chịu thuế.

3. Các xử lý kế toán này được phản ánh trong cả tài khoản thu nhập hợp nhất và bảng cân đối tài khoản hợp nhất của NVF vào năm 1969, và bản dự toán theo lệ (pro forma) của năm 1968. Vì một phần lớn giá thành chứng khoán của Sharon sẽ được coi là được trả bằng chứng chỉ quyền mua, cần phải thể hiện giá trị thị trường ban đầu của các chứng chỉ quyền mua này như là một phần của số liệu vốn cổ phiếu thường. Do đó trong trường hợp này, và không có trường hợp nào khác mà chúng tôi biết tới, các chứng chỉ quyền mua được gán mức giá trị đáng kể trong bảng cân đối tài sản, tức là hơn 22 triệu đô la (nhưng chỉ ghi trong một ghi chú giải thích).

7. Các công ty công nghệ dưới dạng một khoản đầu tư Trong những dịch vụ của Standard & Poor's vào giữa năm 1971 có liệt kê khoảng 200 công ty với tên bắt đầu bằng Compu-, Data, Electro-, Scien-, Techno- (những từ liên quan tới dữ liệu, điện tử, máy tính, khoa học công nghệ). Khoảng một nửa trong số này thuộc về một phần của ngành máy tính. Tất cả các công ty đó được giao dịch trên thị trường hoặc đã nộp đơn xin bán chứng khoán cho công chúng Tổng cộng 46 công ty như vậy đã xuất hiện trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán của s & p

vào tháng 9/ 1971. Trong đó, 26 công ty báo cáo thua lỗ, chỉ có sáu công ty có lợi tức hơn 1 đô la trên một cổ phiếu, và chỉ có năm công ty là trả cổ tức.

Trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán của tháng 12/ 1968 có 45 công ty với các cái tên công nghệ tương tự như vậy. Khi lần theo phần sau của danh sách này, như đã đưa ra trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán của tháng 9/1971, chúng tôi đã tìm thấy những diễn biến sau:

Tổng số công ty	Giá tăng lên	Giá giảm ít hơn một nửa	Giá giảm nhiều hơn một nửa	Bị rút ra khỏi "Hướng dẫn chứng khoán"
45	2	8	23	12

NHẬN XÉT: Gần như chắc chắn rằng nhiều công ty công nghệ không được liệt kê trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán của năm 1968 đã có số liệu kết quả sau đó kém hơn những công ty được liệt kê.ế hơn nữa, 12 công ty bị rút ra khỏi danh sách cũng hoạt động kém hơn những công ty được giữ lại. Những kết quả đau đớn thể hiện qua mẫu ví dụ này rõ ràng là thể hiện khá hợp lý chất lượng và lịch sử giá cả của cả nhóm các phát hành "công nghệ." Thành công xuất chúng của IMB và một số ít công ty khác chắc chắn đã tạo ra một cơn lũ chào bán các phát hành mới trong lĩnh vực của họ, mà từ đó thua lỗ lớn gần như là đảm bảo.

Lời cảm ơn của Jason Zweig Xin chuyển lòng biết ơn chân thành của tôi đến những ai đã giúp tôi cập nhật cuốn sách của Graham, trong đó có: Edwin Tan của HarperCollins, người mà tầm nhìn và năng lượng sáng lấp lánh đã đưa dự án này ra ánh sáng; Robert Safian, Denise Martin và Eric Gelman của tạp chí Money, những người đã ban phước cho nỗ lực này bằng sự ủng hộ nhiệt thành, kiên nhẫn và vô điều kiện; người đại diện văn học của tôi, John w. Wright có một không hai; và Tara Kalwarski không biết mệt mỏi của tạp chí Money. Các ý tưởng siêu việt và các nhận xét phê bình đến từ Theodore Aronson, Kevin Johnson, Martha Ortiz và các nhân viên của Aronson + Johnson + Ortiz, L.P.; Peter L. Bernstein, chủ tịch công ty Peter L. Bernstein; William Bernstein của Efficient Frontier Advisors; John Cữ Bogle nhà sáng lập tập đoàn Vanguard; Charles D. Ellis, thành viên hợp danh sáng lập của Greenwich Associates; và Laurence B. Siegel, giám đốc bộ phận nghiên cứu chính sách đầu tư của Quỹ Ford. Tôi cũng rất biết ơn Warren Buffett; Nina Munk; các nhân viên không biết mệt mỏi của Trung tâm Nghiên cứu thông tin kinh doanh thuộc Time Inc.;Ễ Martin Fridson, tổng giám đốc FridsonVision LLC; Howard Schilit, chủ tịch Trung tâm nghiên cứu & phân tích tài chính; Robert N. Veres, tổng biên tập và chủ xuất bản của tờ Inside Information (Thông tin Nội bộ),ể Daniel Jẵ Fuss của Loomis Sayles & Co.; F. Barry Nelson của Advent Capital Management; các nhân viên của Bảo tàng Lịch sử tài chính Mỹ; Brian Mattes và Gus

Sauter của tập đoàn Vanguard; James Seidel của RIA Thomson; Camilla Altamura và Sean McLaughlin của Lipper Inc.;[Ễ] Alexa Auerbach của Ibbotson Associates; Annette Larson của Morningstar,[ễ] Jason Bram của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York,[ể] và một nhà quản lý quỹ không muốn nêu tên. Trên hết, tôi cám ơn vợ và các con gái tôi, những người đã phải chịu đựng gánh nặng của những ngày tháng tôi phải làm việc suốt ngày đêm. Không có tình yêu và sự nhẫn nại vô bờ bến của họ, thì không gì có thể thực hiện được.

CHÚ THÍCH [ỊJ. Đồng tác giả với David Dodd và được xuất bản lần đầu vào năm 1934. (Trong sách có ba loại chú thích: chú thích của tác giả, chú thích bổ sung của nguyên bản tiếng Anh trong lần tái bản có Chĩnh lý thứ tư và chú thích của bản dịch tiếng Việt Từ đây trở đi, mọi chú thích nếu không có ghi chú gì thêm là chú thích bổ sung của nguyên bản. Chú thích của tác giả trong nguyên bản và chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt được ghi chú rõ.) [2]. Nhà Grossbaum đã đổi họ mình thành Graham trong Thế chiến I, khi mà những cái họ giống họ Đức bị nghi ngờ.

[3]. Mua chứng khoán với khoản tiền trả ngay ít hơn tổng giá trị tiền mua và vay thêm tiền của nhà môi giới cho đủ rồi trả dần và thế chấp (cầm cố) bằng chính chứng khoán được mua. {Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[4]. Graham-Newman Corp. là một quỹ đầu tư tương hỗ mở (xem chương 9) mà Graham điều hành hợp danh cùng Jerome Newman, một nhà đầu tư giỏi. Trong phần lớn thời gian hoạt động, quỹ đóng cửa với các nhà đầu tư mới. Tôi xin cảm ơn Walter Schloss vì đã cung cấp dữ liệu thiết yếu cho việc ước lượng mức sinh lợi của Graham-Newman. Con số 20% mức sinh lợi hằng năm mà Graham ghi trong phần Tái bút của mình (trang 589) có vẻ đã không tính phí quản lý.

[5]. Văn bản in ờ đây là bản tái bản có chỉnh lý lần thứ tư đã được Graham sửa đổi vào năm 1971-1972 và được xuất bản lần đấu vào năm 1973.

[6]. Nhà thơ và triết gia Mỹ gốc Tây Ban Nha (1863- 1952). {Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[7]. Raskob (1879-1950) là một giám đốc của Du Pont, một công ty hóa chất khổng lồ, và là chủ tịch hội đồng tài chính của General Motors, ông còn là chủ tịch toàn quốc của Đảng Dân chủ, và là thế lực thúc đẩy sự xây dựng tòa nhà Empire State. Các tính toán của giáo sư tài chính Jeremy Siegel khẳng định rằng kế hoạch của Raskob sẽ chỉ tạo được dưới 9.000 đô la sau 20 năm, mặc dù lạm phát rồi sẽ ăn mất phần lớn lợi nhuận đó. Để có cái nhìn mới nhất, chuẩn xác nhất về các quan điểm của Raskob trong việc đầu tư cổ phiếu dài hạn, hãy xem bài khảo luận của cố vấn tài chính William Bernstein tại WMW.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

[8]. 'Thảo luận ngắn gọn" của Graham gồm hai phần, tại trang 49 và trang 217-218. Để biết thêm về lý thuyết Down, hãy xem http://viking.som.yale.edu/will/ dow/downpage.html.

[9]. "Cổ phiếu thư" là một loại cổ phiếu mà người mua không được đăng ký bán với ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC), điều này được ghi rõ trong thư rằng nó được mua theo hình thức đầu tư. (Chú thích của tác giả).

f101. Các quỹ đầu tư tương hỗ mua "cổ phiếu thư”

trong các giao dịch riêng tư, sau đó lập tức định lại giá các cổ phiếu này với giá đại chúng cao hơn (xem định nghĩa của Graham ở chú thích 2 trên đây). Điều này khiến các quỹ đầu cơ mạo hiểm ("go-go" fund) đạt được mức sinh lợi cao, không ben lâu, trong những năm giữa thập kỷ 1960. ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ đã dẹp bỏ sự lạm dụng này vào năm 1969, và nó không còn là một mối lo đối với những nhà đầu tư quỹ. Chứng chỉ quyền mua cổ phiếu sẽ được giải thích trong chương 16.

[111. Penn Central Transportation Co.f khi đó là công ty đường sắt lớn nhất ở Mỹ; đã yêu cầu bảo hộ phá sản vào ngày 21 tháng 6 năm 1970 - khiến các nhà đầu tư bị sốc; họ không thể ngờ một công ty khổng lồ như vậy có thể sụp đổ (xem trang 473). Trong số các công ty với món nợ "thái quá" mà Graham nhận định, có Ling-Temco-Vought và National General Corp. (xem trang 476 và 516). "Vấn đề trả nợ" của Phố Wall nảy sinh từ năm 1968 đến năm 1971, khi mà một số công ty môi giới uy tín bỗng nhiên vỡ nợ.

[12]. Những con số ờ trước là các con số của chỉ số Moody cho các trái phiếu hạng AAA và cổ phiếu công nghiệp. (Chú thích của tác giả).

[Ị3]Ễ Xem chương 2. Vào đầu năm 2003, trái phiếu kho bạc Mỹ; đáo hạn trong 10 năm sẽ cho khoản lợi 3,8%, trong khi chứng khoán (đo bằng chỉ số DJIA) cho 1,9%. (Chú ý rằng mối quan hệ này không khác biệt nhiều so với những con số của năm 1964 mà Graham trích dẫn). Lợi nhuận sinh ra từ các trái phiếu chất lượng cao đã hạ đều đặn từ năm 1981.

[14] . "Cổ phiếu ngành vận tải hàng không" tất nhiên đã tạo ra biết bao hào hứng vào cuối những năm 1940 và đàu những năm 1950, giống như cổ phiếu Internet đã tạo ra nửa thế kỷ sau đó. Trong những quỹ đầu tư tương hỗ nóng nhất lúc đó có Aeronautical Securities và Quỹ Missiles-Rockets-Jets & Automation. Các quỹ này, cũng giống như những chứng khoán mà chúng nắm giữ, hóa ra lại trở thành một thảm họa đầu tư. Ngày nay, người ta chấp nhận rằng tổng lợi tức lũy kế của ngành hàng không trong suốt lịch sử của nó là âm. Bài học mà Graham đưa ra không phải là bạn không nên mua cổ phiếu hàng không, mà là bạn không bao giờ nên chấp nhận "điều chắc chắn" là một ngành nào đó sẽ cho kết quả tốt hơn tất cả các ngành khác trong tương lai.

(Ĩ5Ị. Quỹ đầu tư tương hỗ hay quỹ tương hỗ (mutual fund) dùng tiền vốn cổ phần của nhà đầu tư góp vào để đău tư (chủ yếu vào chứng khoán) thay vì nhà đầu tư trực tiếp đầu tư. Nhà đău tư góp vốn bằng cách mua cổ phần của quỹ. Mục đích của quỹ là đa dạng hóa đầu tư, giảm thiểu rủi ro và chi phí đầu tư thấp với hiệu quả cao do tính chuyên nghiệp của quỹ. (Chủ thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[16]. Tài sản hữu hình bao gồm tài sản vật chất của công ty (như bất động sản nhà xưởng, thiết bị và các sáng chế) cũng như cân đối tài chính của nó (như tiền mặt, đầu tư ngắn hạn và các khoản thu). Những yếu tố không thuộc tài sản hữu hình bao gồm nhãn hàng, bản quyền, bằng sáng chế, nhượng quyền, đặc quyền kế nghiệp và thương hiệu. Để biết thêm về giá trị tài sản hữu hình xem chú thích cuối trang 225.

[171. Để hiểu rõ nhận định này, hãy xem khả năng bạn mua một chứng khoán ờ mức 30 đô là và bán lại ở giá 600 đôla có hay xảy ra không.

[18]. SAT: kỳ thi đánh giá kỹ năng, kiến thứ để đăng ký vào một số trường đại học tại Mỹ. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[19]. Benjamin Graham, Nhà đầu tư Thông minh (Harper & Row, 1949), trang 4.

[20]. Loại quỹ này còn được dịch là quỹ phòng hộ, quỹ phòng vệ/ngừa rủi ro hoặc quỹ đầu cơ. Tuy nhiên chúng tôi không dùng tên gọi quỹ đầu cơ, vì go-go fund đã được dịch là quỹ đầu cơ mạo hiểm. {Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[211. "Quỹ phòng \jệgÉ là chỗ chứa một khoản tiền, phần lớn không được chính phủ quản lý, được đầu tư mạnh tay cho những khách hàng giàu có. Để đọc về câu chuyện LTCM, hãy xem cuốn When Genius Failed (Khi thiên tài thất bại) , của Roger Lowenstein (Random House, 2000).

I22Ị. Tôn ông (Sir) đặt trước tên họ người được phong là hiệp sĩ hoặc tòng nam tước, còn Huân tước (Lord) đặt trước tên họ người được phong các tước quý tộc cao hơn, từ nam tước trở lên. {Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[23]. John Carswell, South Sea Bubble (Bong bóng South Sea) (Cresset Press, London, 1960), trang 131, 199. Ngoài ra, hãy xem www.harvard-magazine.com/ issues/mj99/damnd.html.

[24]. Constance Loizos, "Hỏi và đáp: Alex Cheung", InvestmentNews (Tin tức đầu tư), 17/5/1999, trang 38. Mức sinh lợi 20 năm cao nhất trong lịch sử quỹ đầu tư tương hỗ là 25,8% một năm, do Peter Lynch huyền thoại của Quỹ Fidelity Magellan đạt được, trong hai thập kỷ tính tới 31 tháng 12 năm 1994. Hoạt động hiệu quả của Lynch đã biến 10.000 đô la thành 982.000 đô la trong 20 năm. Cheung dự đoán quỹ của ông sẽ biến 10.000 đô la thành hơn 4 triệu đô la trong cùng một khoảng thời gian như vậy. Thay vì xem Cheung là lạc quan quá đáng, các nhà đầu tư đổ tiền vào cho ông, vung hơn 100 triệu đô la vào quỹ của ông trong năm sau đó. Một khoản đầu tư 10.000 đô la vào Monument Internet Fund vào tháng 5 năm 1999 sẽ teo lại còn khoảng 2000 đô la vào cuối năm 2002. (Monument Internet Fund không còn tồn tại dưới dạng ban đầu, và bây giờ nó được biết đến là Orbitex Emerging Techonology Fund).

[25]. Lisa Reilly Cullen, "Câu lạc bộ ba chữ số", Money (Tiền), tháng 12 năm 1999, trang 170. Nếu bạn đầu tư 10.000 đô la vào quỹ của Vilar vào cuối năm 1999, thì bạn sẽ kết thúc năm 2002 với số tiền chỉ còn 1195 đô la - một trong những sự hủy diệt tài sản tồi tệ nhất trong lịch sử quỹ đầu tư tương hỗ.

[26] . Xem www.thestreet.com/funds/smarter/ 891820.html. Những chứng khoán ưa thích của Cramer đã không "đi lên kể cả trong ngày tốt lẫn ngày xấu." Đến cuối năm 2002, một

trong 10 chứng khoán đó đã phá sản, và khoản đầu tư 10.000 đô la chia đều giữa các chứng khoán Cramer chọn lựa sẽ mất giá trị tới 94%, khiến bạn chỉ còn lại tổng cộng là 597,44 đô la. Có lẽ ý của Cramer là các chứng khoán của ông sẽ "thắng cuộc", không phải ở "thế giới mới", mà ở thế giới sắp tới.

[27]. Ngoại lệ duy nhất của quy luật này là một nhà đầu tư nghỉ hưu đã lâu, người có thể không sống lâu hơn một thị trường giá xuống lâu dài. Tuy vậy ngay cả một nhà đấu tư lớn tuổi cũng không nên bán chứng khoán của mình đi chỉ vì chúng đã giảm giá; cách tiếp cận này không chỉ biến lỗ trên giấy thành lỗ thật, mà còn khiến người thừa kế của ông/bà ta mất khả năng thừa kế chứng khoán này với giá rẻ hơn, khi tính thuế.

[28]. Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle, và Charles Tatham, NXB McGraw-Hill, lần xuất bản thứ 4, năm 1962. Một bản sao của cuốn Phân tích chứng khoán phiên bản năm 1934 được tái phát hành vào năm 1996 (McGraw-Hill). (Chú thích của tác giả).

[29]. Câu này được trích từ cuốn Investment and Speculation (Đầu tư và đầu cơ), của Lawrence Chamberlain, xuất bản năm 1931. (Chú thích của tác giả).

[30]. Trong một bản điều tra do Hội đồng quản trị Cục Dự trữ Liên bang thực hiện. (Chú thích của tác giả).

[311. Điều tra mà Graham trích dẫn là do Đại học Michigan thực hiện cho Cục Dự trữ Liên bang (FED) và được công bố trong Tập san thông tin của Cục Dự trữ Liên bang (Federal Reserve Bulletin), tháng 7/1948. Mọi người được hỏi là "giả sử một người quyết định không tiêu tiền của mình. Anh ta có thể gửi ngân hàng hoặc mua trái phiếu hoặc có thể đầu tư. Theo bạn thì cách nào là khôn ngoan nhất đối với anh ta nhằm sử dụng số tiền của mình: gửi ngân hàng, mua trái phiếu tiết kiệm, đầu tư vào bất động sản hay mua một cổ phiếu thường?" Chỉ có 4% cho là cổ phiếu thường sẽ mang lại lợi nhuận thỏa đáng. 26% xem đây là "không an toàn hoặc đánh bạc". Từ năm 1949 đến năm 1958, thị trường chứng khoán đạt được một trong những mức lợi tức 10 năm cao nhất trong lịch sử, trung bình là 18,7% năm. Trong một cuộc điều tra tương tự như điều tra này của FED, một cuộc thăm dò do tạp chí BusinessWeek thực hiện cuối năm 2002 cho thấy là chỉ có 24% số nhà đầu tư muốn đầu tư thêm vào các quỹ tương hỗ của họ hoặc vào các danh mục đầu tư cổ phiếu, giảm từ mức 47% mới chỉ ba năm trước đó.

I32Ị. Đâu cơ có ích ở hai khía cạnh. Thứ nhất, không có đầu cơ thì những công ty mới chưa qua thử thách (chẳng hạn như Amazon.com hay Công ty đèn điện Edison [Edison Electric Light Co.] trước kia) có lẽ không bao giờ có thể huy động được vốn cần thiết để mở rộng kinh doanh. Cơ hội mạo hiểm nhưng cám dỗ có được lợi nhuận lớn là mỡ bôi trơn cho cỗ máy đổi mới. Thứ hai, rủi ro được hoán đổi (song không bao giờ bị loại bỏ) mỗi lần chứng khoán được mua hay bán. Người mua chịu rủi ro cơ bản là chứng khoán đó có thể đi xuống.

Trong khi đó; người bán vẫn chịu một phần rủi ro nhỏ - đó là khả năng chứng khoán mà anh ta vừa mới bán có thể sẽ lên.

[33]. Một tài khoản bảo chứng (ký quỹ) giúp bạn mua chứng khoán bằng tiền vay từ công ty môi giới. Bằng cách dùng tiền vay đầu tư , bạn có thể kiếm nhiều hơn khi chứng khoán đi lên - nhưng bạn cũng có thể bị mất sạch nếu chúng đi xuống. Vật thế chấp để vay là giá trị của các khoản đầu tư trong tài khoản của bạn - do đó bạn phải cho thêm tiền vào tài khoản nếu giá trị đó giảm xuống dưới mức bạn đã vay. Để biết thêm thông tin về các tài khoản bảo chứng (margin account), hãy xem www.sec.gov/investor/pubs/ margin.htm, www.sia.com/publications/pdf/ MarginsA.pdf, và www.nyse.com/pdfs/ 2001_factbook_09.pdfữ |34|. Giá trị cơ sở (underlying value) được hiểu là giá trị nên tảng, nội tại [của một doanh nghiệp], bao gồm cả tài sản hữu hình lẫn vô hình, tức là cả yếu tố định lượng (tài sản, vốn, lợi nhuận) lẫn yếu tố định tính (chất lượng quản lý, tài sản trí tuệ, thành tựu quá khứ) và có thể khác với giá thị trường. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[35]. Phiên bản sách năm 1965, tr. 8. (Chú thích của tác giả).

[36]. 30 cổ phiếu công ty nằm trong "rổ hàng hóa" để tính chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones (DJIA), gọi tắt là chỉ số Dow. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[37]. Hãy đọc lại câu của Graham và chú ý đến điều mà chuyên gia đầu tư vĩ đại nhất này đang nói: Tương lai của giá chứng khoán không bao giờ có thể dự đoán được. Và khi đọc tiếp, bạn hãy nhận thấy rằng tất cả những gì mà Graham nói là để giúp bạn nắm được sự thật này. Vì bạn không thể dự đoán được hành vi của thị trường, bạn phải học cách dự đoán và kiểm soát hành vi của bản thân mình.

[38]. Dự báo của Graham đúng đến đâu? Khi mới nhìn qua, nó có vẻ rất đúng: Từ đầu năm 1972 đến hết năm 1981, chứng khoán thu được mức sinh lợi trung bình hằng năm là 6,5% (Graham không nói rõ khoảng thời gian trong dự báo của mình, nhưng cũng hợp lý nếu ta cho là ông đã nghĩ tới khoảng thời gian 10 năm). Tuy nhiên, lạm phát ghê gớm ở mức 8,6% hằng năm trong thời kỳ này đã ăn mất tất cả lợi nhuận mà cổ phiếu tạo ra. Trong phần này của chương, Graham tóm tắt cái được gọi là "biểu thức Gordon", về cơ bản cho rằng mức sinh lợi trong tương lai của thị trường cổ phiếu sẽ bằng tổng tỷ suất cổ tức hiện tại cộng với tỷ lệ tăng lợi tức (earnings growth) kỳ vọng. Với mức tỷ suất cổ tức chỉ dưới 2% vào đầu năm 2003, và mức tăng lợi tức dài hạn khoảng 2%, cộng với mức lạm phát hơn 2% một chút, mức sinh lợi trung bình hằng năm trong tương lai khoảng 6% là hợp lý. (Xem phần bình luận về chương 3.) (39). ở đây chúng tôi đặt giả thiết khung thuế cao nhất cho nhà đầu tư điển hình với 40% áp dụng vào cổ tức và 20% áp dụng cho các lợi nhuận vốn. (Chú thích của tác giả).

[40]. Kể từ năm 1997, khi các trái phiếu kho bạc được bảo vệ chống lạm phát (Treasury Inflation-Protected Securities hay TIPS) được phát hành, cổ phiếu đã không còn tự động trở thành lựa chọn tối ưu cho các nhà đầu tư trông chờ lạm phát gia tăng. TIPS, không như các trái phiếu khác, chỉ tăng giá trị nếu chỉ số giá tiêu dùng tăng lên. Điều này bảo vệ một cách hiệu quả để nhà đầu tư không bị mất tiền sau lạm phát, cổ phiếu không có bảo đảm nào như vậy, và như vậy phòng vệ giá của chúng là rất kém đề chống lại các mức lạm phát cao. (Để biết thêm chi tiết, hãy xem phần bình luận về chương 2.) [411. Ngày nay, các chỉ số phổ biến rộng rãi nhất có thể thay cho chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones là chỉ số chứng khoán Standard & Poor's 500 ("S & P" hoặc "S & p 500") và chỉ số Wilshire 5000. Chỉ số s & p tập trung vào 500 công ty lớn, nổi tiếng tạo nên khoảng 70% tổng giá trị của thị trường vốn cổ đông Mỹ. Chỉ số Wilshire 5000 tập trung vào mức sinh lợi của hầu hết các chứng khoán lớn, được kinh doanh công khai ở Mỹ, gần 6700 chứng khoán tất cả,[ế] song vì những công ty lớn nhất chiếm gần hết tổng giá trị của chỉ số này, mức sinh lợi của Wilshire 5000 thường gần giống với mức sinh lợi của s & p 500. Một số quỹ đầu tư tương hỗ chi phí thấp giúp các nhà đầu tư giữ chứng khoán trong các chỉ số này như một danh mục đầu tư đơn giản, tiện lợi (xem chương 9).

Í42Ị É Xem các trang 404-407 và 418-423.

[43]. Để biết chi tiết hơn, hãy xem chương 6.

[441. Để hiểu thêm về các "quỹ đầu tư có tiếng", xem chương 9. "Sự quản lý chuyên nghiệp" do "một công ty tư vấn đầu tư được công nhận" được bàn đến trong chương 10. "Bình quân chi phí đô la" được giải thích trong chương 5.

[451. Xem chương 8.

põị. Trong việc bán khống một cổ phiếu, bạn đang đánh cược rằng giá cổ phiếu đó sẽ đi xuống chứ không đi lên. Bán khống là một quá trình ba bước: đầu tiên bạn vay cổ phiếu của ai đó đang nắm giữ chúng; sau đó bạn bán ngay số cổ phiếu đã vay,[Ễ] cuối cùng bạn mua bù số cổ phiếu trên để trả. Nếu giá cổ phiếu đi xuống, bạn có thể mua số cổ phiếu thay thế với giá thấp hơn. Chênh lệch giữa giá bán cổ phiếu đi vay và giá mua cổ phiếu thay thế là lai gộp của bạn (lãi thực thấp hơn vì còn phí cổ tức hay phí lai suất, cùng với phí môi giới). Tuy nhiên nếu cổ phiếu lên giá chứ không giảm giá, thua lỗ tiềm tàng của bạn là không giới hạn - khiến cho bán khống là loại đầu cơ không chấp nhận được đối với hầu hết các nhà đầu tư cá nhân.

[47]. Vào cuối những năm 1980, khi mà các vụ tiếp quản công ty thù địch và mua lại cổ phần bằng tiền va y (đòn bẩy tài chính) tăng lên nhiều, Phố Wall đã dựng nên các "quầy" kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage desk) để thu lời từ những sai sót trong việc ra giá trong các giao dịch phức tạp này. Họ trở nên giỏi trò này đến nỗi các lợi nhuận dễ kiếm đều biến mất và nhiều quầy như vậy đã đóng cửa. Mặc dù Graham có nói tới việc này một lần nữa (xem trang 198-200), kiểu kinh doanh này không còn khả thi hoặc phù hợp với đa số mọi người, vì

chỉ có các giao dịch nhiều triệu đô la mới đủ lớn để thu vào lợi nhuận đáng kể. Những cá nhân giàu có hoặc các tổ chức mới có thể tận dụng chiến lược này thông qua các quỹ phòng vệ chuyên kinh doanh chênh lệch giá trong sáp nhập hoặc "sự kiện".

[481. Gia đình Rothschild, đứng đầu là Nathan Mayer Rothschild, từng là quyền lực chi phối lĩnh vực ngân hàng đầu tư và môi giới châu Âu thế kỷ 19. Để đọc về một lịch sử hoành tráng, hãy xem cuốn The House oỉ Rothschild.ế Mone/s Prophet (Gia đình Rothschild:

Những nhà tiên tri về tiền bạc, 1798-1848) (Viking, 1998) của Niall Ferguson.

[49]. Graham còn đi xa hơn nữa khi giải thích từng khái niệm chủ đạo trong định nghĩa của ông: "phân tích kỹ lưỡng" có nghĩa là "nghiên cứu các thông tin dưới ánh sáng của các tiêu chuẩn đã định về sự an toàn và giá trị", trong khi "an toàn vốn" nghĩa là "bảo vệ khỏi sự thua lỗ trong tất cả các điều kiện hay dao động thống thường hoặc tương đối nhiều khả năng xảy ra", còn mức sinh lợi "thỏa đáng" (hay "thỏa mãn") nói tới "bất kỳ tỷ suất sinh lợi, dù thấp cỡ nào, mà nhà đầu tư có thể chấp nhận được, với điều kiện anh ta hoạt động tương đối thông minh." (Phân tích chứng khoán, bản in năm 1934, trang 55-56).

|5o|. Phân tích chứng khoán, bản in năm 1934, trang 310.

[511. Theo như Graham đã khuyên trong một bài phỏng vấn, "Bạn hãy tự hỏi mình: Nếu không có thị trường cho các cổ phiếu này, liệu tôi có muốn đầu tư vào công ty này với các điều kiện này không?" (Forbes, 1/1/1972, trang 90).

[52]. Mua bán trong ngày (day trading): mua và bán (hoặc bán khống và mua lại) cùng một loại chứng khoán trong cùng một ngày. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[53]. Nguồn: Steve Galbraith, báo cáo nghiên cứu của Sanford c. Bernstein & Co., ngày 10/1/2000. Các cổ phiếu trong hình này có mức sinh lợi trung bình 1196,4% vào năm 1999. Chúng mất đi trung bình 79,1% mức sinh lợi vào năm 2000, 35,5% vào năm 2001, và 44,5% vào năm 2002 - phá hủy tất cả lợi nhuận của năm 1999, và còn nhiều hơn thế nữa.

[54]. Thay vì mơ mộng xa vời, đáng lẽ Streisand nên nghe theo Graham. Nhà đầu tư thông minh không bao giờ bỏ một cổ phiếu chỉ vì giá thị trường của nó giảm; cô luôn phải hỏi trước tiên xem giá trị cơ sở của công ty có thay đổi hay không.

[55]. Chỉ 12 tháng sau, cổ phần của Juno đã teo xuống chỉ còn 1,093 đô la.

[56]. Ký hiệu băng thông tin điện tử của một công ty là những chữ viết tắt, thường từ một đến bốn chữ cái, tên công ty để đọc nhanh khi nhận dạng một chứng khoán với mục đích kinh doanh.

[57]. Đây không phải một vụ nhầm lẫn duy nhất; có ít nhất ba lần khác trong những năm 1990 mà những người mua bán trong ngày đã khiến giá các chứng khoán nhầm lẫn vọt lên khi họ nhầm ký hiệu thông tin điện tử của nó với ký hiệu của một công ty Internet mới.

[58]. Vào năm 2000 và 2001, Amazon.com và Qualcomm lần lượt mất tổng cộng 85,5% và 71,3%.

[59]. Shwert thảo luận về các phát hiện này trong một bài nghiên cứu tuyệt vời "Những điều bất thường và tính hiệu quả thị trường" có thể xem tại http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm.

[50]. Xem Plexus Group Commentary 54, "Phăn băng nổi chính thức của các chi phí giao dịch cao nhất", tháng 1, 1998, tại www.plexusgroup.com/ fs_research.html.

[61]. James O'Shaughnessy, What Works on Wall Street (McGraw-Hill, 1996), trang xvi, 273-295.

[62]. Một sự ngược đời đặc biệt đã khiến cho hai quỹ 0'Shaughnessy còn sống sót (giờ được gọi là quỹ Hennessy) bắt đầu biểu hiện khá tốt ngay khi 0'Shaughnessy tuyên bố rằng ông sẽ chuyên việc quản lý cho một công ty khác. Những người nắm giữ cổ phần của quỹ tức điên lên. Trong một cuộc trò chuyện trên www.morningstar.com, một người đã giận giữ nói: 'Tôi nghĩ chắc 'dài hạn' đối với 0'S là 3 năm... Tôi hiểu nỗi đau của bạn. Tôi cũng đã đặt niềm tin vào phương pháp của 0'S... Tôi đã nói với một số bạn bè và người thân về quỹ này, và giờ tôi mừng vì họ không làm theo lời khuyên của tôi.”

[63]. Xem Jason Zweig, "Lợi nhuận giả", Money, tháng 8/1999, trang 55-57. Một thảo luận kỹ lưỡng về Bốn Kẻ Ngốc cũng có thể xem tại www.investorhome.com/ fool.htm.

(64Ị. Tới cuối những năm 1990, lời khuyên này-phù hợp với các quỹ tài trợ hoặc từ thiện với thời gian đầu tư dài vô tận - đã lan tới những nhà đầu tư cá nhân có cuộc sống hữu hạn. Trong bản in năm 1994 của cuốn sách gây ảnh hưởng của mình, Stocks for the Long Run (Cổ phiếu cho dài hạn), giáo sư tài chính Jeremy Siegel của Đại học Wharton khuyên rằng những nhà đầu tư "liều ỉĩnh" nên mua bằng tiền vay theo hình thức kinh doanh bảo chứng, vay hơn một phần ba trị giá ròng của mình để nhấn chìm 135% tài sản của mình vào cổ phiếu, cả những viên chức chính phủ cũng làm theo: tháng 2/1999, Ngài (the Honorable) Richard Dixon, Bộ trưởng Tài chính bang Maryland, đã nói với khán giả ở một hội thảo đầu tư: "Không có lý gì đề bất kỳ ai đặt tiền vào quỹ trái phiếu.”

[651. Đây là một trong những đánh giá sai hiếm có của Graham. Vào năm 1973, chỉ hai năm sau khi Tổng thống Richard Nixon áp đặt luật kiểm soát tiền lương và giá cả, mức lạm phát đạt tới 8,7%, mức cao nhất kể từ cuối Chiến tranh Thế giới thứ hai. Mười năm từ 1973 đến hết 1982 là thời kỳ lạm phát nhất trong lịch sử nước Mỹ đương đại, khi mà giá sinh hoạt gần như tăng gấp đôi.

[66]. Điều này được viết trước quyết định "đóng băng" giá cả và lương bổng của Tổng thống Nixon vào tháng 8 năm 1971, theo sau là hệ thống kiểm soát "Giai đoạn 2" của ông. Những diễn biến quan trọng này sẽ xác minh cho các quan điểm đã nói ở trên. (Chú thích của tác giả).

[67]. Tỷ suất lợi tức trên 425 chứng khoán công nghiệp của chỉ số Standard & Poor's là vào khoảng 11,5% trên giá trị tài sản - một phần nhờ vào việc tính cả công ty IBM lớn và có lợi nhuận cao, vốn không nằm trong 30 cổ phiếu phát hành của DJIA. {Chú thích [69].

Một biểu đồ cồng bố bởi hãng American Telephone & Telegraph vào năm 1971 chỉ ra rằng những mức phí dịch vụ điện thoại tại gia vào năm 1970 có phần thấp hơn của năm 1960. (Chú thích của tác giả).

[70]. John Pierpont Morgan là nhà tài chính quyền lực nhất cuối thế kỷ 19 đầu thế kỷ 20. Do ảnh hưởng rộng lớn của mình, ông đã liên tục được hỏi xem liệu thị trường chứng khoán sẽ có kết quả gì tiếp theo. Morgan đưa ra một câu trả lời ngắn gọn và luôn luôn chính xác là: "Nó sẽ lên xuống." Xem Jean Strouse, Morgan: Nhà tài chính Mỹ (Morgan: American Financier) (Random House, 1999), trang 11.

[71] 1. Nhà triết lý đầu tư Peter L. Bernstein cảm thấy Graham đã "sai bét" về các kim loại quý, đặc biệt là vàng, khi mà nó (ít nhất là trong những năm sau khi Graham viết chương này) thể hiện khả năng vượt bậc để vượt qua lạm phát. Cố vấn tài chính William Bernstein đồng ý khi chỉ ra rằng một phần nhỏ xíu dành để làm quỹ kim loại quý (chẳng hạn, 2% tổng tài sản của bạn) là quá ít để ảnh hưởng xấu tới mức sinh lợi tổng thể của bạn nếu vàng biểu hiện kém. Nhưng, khi vàng biểu hiện tốt, mức sinh lợi của nó thường tuyệt vời - có khi vượt quá 100% một năm - đến nỗi chỉ mình nó thôi có thể biến một danh mục đầu tư ảm đạm trở thành sáng bóng. Tuy nhiên, nhà đầu tư thông minh tránh đầu tư trực tiếp vào vàng, với chi phí lưu trữ và bảo hiểm cao; ngược lại, họ sẽ tìm ra một quỹ đầu tư tương hỗ đa dạng chuyên về chứng khoán của các công ty kim loại quý và mức phí dưới 1% chi phí hàng năm. Hãy giới hạn lượng tiền đầu tư của bạn ở mức 2% tổng tài sản tài chính của mình (hoặc có thể là 5% nếu bạn trên 65 tuổi).

[72]. Được đăng trên Wall Street Journal, tháng 10 năm 1970. {Chú thích của tác giả).

[73]. Cục Thống kê Lao động Mỹ, nơi tính chỉ số giá tiêu dùng để đo lạm phát, có một trang web đầy đủ và có ích tại www.bls.gov/cpi/home.htm.

(MỊ. Để đọc một bài miêu tả sống động về khung canh "lạm phát đã chết", hãy xem *vww.pbs.org.newshour/bb/economy/july-dec97/ inflation_12-16.html. Vào năm 1996, Hội đồng Boskin, một nhóm các nhà kinh tế được chính phủ yêu cầu điều tra xem mức lạm phát chính thức có chính xác không, đã ước tính rằng nó bị phóng đại, thường là gần 2 điểm phần trăm một năm. Để đọc báo cáo của Hội đồng này, xem www.ssa.gov/history/reports/ boskinrpt.html. Nhiều chuyên gia đầu tư giờ đây cảm thấy giảm phát, hay giá giảm, là mối nguy hiểm còn lớn hơn lạm phát,ế cách tốt nhất để phòng vệ trước rủi ro này là đưa các trái

phiếu vào làm một thành phần cố định trong danh mục đầu tư của bạn. (Xem phần bình luận của chương 4.) [75]. Để hiểu thêm nhiều quan điểm hơn về cạm bẫy cư xử này, hãy đọc các tác giả Eldar Shafir, Peter Diamond và Amos Tversky, "Ảo giác đồng tiền" trong cuốn Lựa chọn, giá trị và cơ cấu (Choices, Values, and Frames) do Daniel Kahneman và Amos Tversky biên tập (Cambridge, 2000), trang 335-355.

[76]. Năm đó, tổng thống Jimmy Carter đã có bài phát biểu nổi tiếng phiền muộn, trong đó ông cảnh báo về một cuộc khủng hoảng niềm tin, cái sẽ "tấn công chính trái tim, tâm hồn và tinh thần ý chí của dân tộc" và "đe dọa hủy diệt cơ cấu chính trị và xã hội Mỹ".

[77]. Xem các tác giả Stanley Fischer, Ratna Sahay và Carlos A. Vegh, bài "Sự thổi phồng hiện đại và lạm phát cao", Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia (Mỹ), bài nghiên cứu 8930, tại www.nber.org/papers/w8930.

[78]. Thật vậy, nước Mỹ đã từng có hai thời kỳ siêu lạm phát. Trong Cách mạng Mỹ, giá cả gần như nhân ba mỗi năm kể từ năm 1777 đến hết 1779, với một pao (0,454 kg) bơ giá 12 đô la và một thùng bột mì giá 1.600 đô la ở bang Massachusetts dưới quyền lực lượng Cách mạng. Trong cuộc Nội chiến, lạm phát dữ dội ở mức hằng năm là 29% (ở miền Bắc) và gần 200% (ở miền Nam, theo phe Hợp bang ly khai). Gần đây hơn, như năm 1946, lạm phát đạt 18,1% ở Mỹ.

(79). Tôi phải cảm ơn Laurence Siegel của Quỹ Ford vì thông tin cay độc mà chính xác này. Ngược lại với nó, vào lúc giảm phát (tức là giá giảm liên tục) thì người cho vay có lợi hơn người đi vay - đó là lý do vì sao hầu hết các nhà đầu tư nên giữ ít nhất một phần nhỏ tài sản của mình làm trái phiếu, như một dạng bảo hiểm đối với giá cả giảm phát.

[80]. Khi mức lạm phát là âm, khái niệm kỹ thuật của nó là "giảm phát". Thông thường thì ban đầu giá cả giảm thường xuyên nghe có vẻ hấp dẫn, cho đến lúc bạn nghĩ tới ví dụ về Nhật Bản. Giá cả giảm phát ở Nhật từ năm 1989 đến nay, và giá trị của bất động sản và thị trường cổ phiếu giảm năm này qua năm khác - sự tra tấn loãng không ngớt đối với nen kinh tế lớn thứ hai thế giới này.

[81]. Theo Ibbotson Associates, cổ phiếu, trái phiếu, hối phiếu và lạm phát, Sách hướng dẫn năm 2003 (Stocks, Bonds, Bill, and Inflation, 2003 Handbook) (Ibbotson Associates, Chicago, 2003), Bảng 2-8. Quy luật này cũng xuất hiện rõ ràng ở ngoài nước Mỹ: ở Bỉ, Ý và Đức, những nơi mà lạm phát đặc biệt cao vào thế kỷ 20, "lạm phát có vẻ có tác động tiêu cực tới cả thị trường cổ phiếu và trái phiếu", theo lời của Elrroy Dimson, Paul Marsh và Mike Stauton trong cuốn Sụ chiến thắng của người lạc quan: 101 năm của lợi nhuận đầu tư toàn cầu (Triumph of the Optimist: 101 Years of Global Investment Returns) (Princeton University Press, 2002), trang 53.

[82]. Thông tin đãy đủ, tuy có lúc không được cập nhật, về REITs có tại www.nareit.com.

[83]. Để có thêm thông tin, hãy xem các trang www.vanguard.com,www.cohenandsteers.com, www.columbiafunds.com và www.fidelity.com. Lý do để đầu tư vào quỹ REIT sẽ yếu đi nhiều nếu như bạn sở hữu một ngôi nhà, bởi vì nó tạo cho bạn một khoản tiền đặt sẵn tự nhiên trong sở hữu bất động sản.

(84Ị. Một bài giới thiệu hay về TIPS có thể được xem tặĩ WMW.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.htm. Để đọc về các thảo luận sâu hơn, hãy xem www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2002/200232/ 200232pap.pdf, www.tiaa-crefinstitute.org/ Publications/residags/73_09-2002.htm; và www.bwater.com/researchJbonds.htm.

[85]. Loại tài khoản tiết kiệm nhằm giảm thu nhập chịu thuế căn cứ theo mục 401 (k) trong bộ Luật Thuế thu nhập nội địa của Mỹ; theo đó bạn sẽ không phải chịu thuế thu nhập cho khoản tiền gửi vào tài khoản 401 (k) để đến khi về hưu mới rút ra. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[86]. Để biết thêm chi tiết về các quỹ này, hãy xem www.vanguard.com hoặc www.fidelity.com.

[87]. Cả chỉ số Standard & Poor's và Dow Jones đều tính con số trung bình riêng cho các công ty dịch vụ tiện ích công cộng và vận tải (chủ yếu là các công ty đường sắt). Kể từ năm 1965 Thị trường Chứng khoán New York đã tính toán một chỉ số đại diện cho những diễn biến của tất cả những cổ phần thường niêm yết tại đó. {Chú thích của tác giả).

[88]. Nghiên cứu này ở dạng cuối cùng của nó là của Lawrence Fisher và James H. Lorie, 'Tỷ suất sinh lợi của đầu tư vào cổ phiếu thường: dữ liệu của từng năm, 1926-1965", The Journal of Business (Tạp chỉ Kinh doanh), tập XLI, số 3 (tháng 7/1968), trang 291- 316. Để đọc tóm tắt về ảnh hưởng rộng lớn của nghiên cứu này, hãy xem http://libary.dfaus.com/ rep r i nts/work_of_a rt/.

[89]. Do Trung tâm Nghiên cứu giá chứng khoán của Đại học Chicago thực hiện, được quỹ Charles E. Merrill Foundation tài trợ. (Chú thích của tác giả).

[90]. Xem trang 67-69.

|9Î|. 'Tỷ lệ giá/lợi tức" (P/E) của một cổ phiếu, hoặc cua một chỉ số trung bình thị trường như chỉ số 500 cổ phiếu s & p, là một công cụ đơn giản để đo nhiệt độ thị trường. Nếu chẳng hạn một công ty kiếm được 1 đô la lợi nhuận ròng năm vừa qua trên mỗi cổ phiếu, và cổ phiếu của nó được bán với giá 8,93 đô la một cổ phiếu, thì tỷ lệ giá/lợi tức của nó sẽ là 8,93,ể còn nếu cổ phiếu của nó được bán với giá 69,70 đô la, thì chỉ số giá/lợi tức của nó sẽ là 69,7. Nói chung, chỉ số P/E dưới 10 được coi là thấp (rẻ); giữa 10 và 20 được coi là trung bình, và lớn hơn 20 được coi là cao (đắt). (Để biết thêm về chỉ số P/E, hãy xem trang 191).

f92Ị. "Growth stock": cổ phiếu mà lợi tức/thu nhập tăng nhanh hơn mức chung của toàn ngành hoặc của thị trường. Những công ty như vậy trả ít hoặc không trả cổ tức mà dùng lợi nhuận để tái đầu tư sản xuất. {Chủ thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[93]. Điều này được viết lần đầu tiên vào năm 1971 khi chỉ số DJIA ờ mức 940. Quan điểm ngược lại thường có trên Phố Wall đã được minh họa trong một nghiên cứu chi tiết, đưa ra mức định giá trung vị là 1520 cho chỉ số DJIA vào năm 1975. Điều này sẽ tương ứng với mức giá trị đã giảm là, ví dụ, 1200 vào giữa năm 1971. Vào tháng 3 năm 1972, DJIA một lần nữa lại ờ mức 940 sau một lần giảm xuống mức 798. {Chú thích của tác giả). Một lần nữa, Graham đã đúng. "Nghiên cứu chi tiết" mà ông nói tới đã quá lạc quan trước cả một thập kỷ: chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones không đóng cửa với mức trên 1520 cho tới tận ngày 13/12/1985.

[94]. Nếu không tính cổ tức, cổ phiếu giảm 47,8% hai năm đó.

[9^ . Tởi thập kỳ 1840, các chì số nảy được mờ rộng đẽ bao £ồm tối đa lặ 7 cố phiếu tài chịnh vã 27 cố phiếu đường sất - mãc dù vậy van lã một mẫu đại diện ngỡ ngấn của thị trưởng chửng khoán trè tuồi vả huyễn náo cùa Mỹ.

[96]. Mức giá cổ phiếu rẻ hơn đương nhiên không có nghĩa là sự kỳ vọng mức sinh lợi chứng khoán 7% của các nhà đầu tư sẽ được hiện thực hóa.

[97]. Hãy xem Jeremy Siegel, Stocks for the Long Run (McGraw-Hill, 2002), trang 94, và Robert Arnott và William Bernstein, "Làm loãng hai phần trăm", bài nghiên cứu, tháng 7 năm 2002.

[98]. Cổ phiếu ưu đãi được tác giả xếp vào "cổ phiếu hạng trên", còn "cổ phiếu thường" ở "hạng dưới" (xem chương 11, trang 316). {Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[99]. Xem phần "Kết luận" của Graham ở chương 2, trang 74.

Ịị 00|. Giá không ghi đơn vị tiền có nghĩa là tính theo phân trăm mệnh giá. Xem chú thích của tác giả ở chương 6. {Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

f1011. Tỷ suất lợi tức miễn thuế cao hơn, có đủ độ an toàn, có thể đạt được từ một số Trái phiếu thu nhập công nghiệp (Industrial Revenue Bond) nhất định, một thứ khá mới trong những phát minh tài chính. Chúng sẽ là mối quan tâm đặc biệt đối với nhà đầu tư mạnh bạo. (Chú thích của tác giả).

Í1021. Sự phản đối của Graham đối với các trái phiếu có tỷ suất lợi tức cao ngày nay đã giảm xuống do sự phổ biến của các quỹ đâu tư hỗ tương, giúp rãi rộng các rủi ro và nghiên cứu về việc sở hữu "trái phiếu rác". Xem bình luận về chương 6 đề biết thêm chi tiết.

Í1031. Các trái phiếu "New Housing" và phiếu nợ "New Community" giờ không còn nữa. Các trái phiếu New Housing Authority được bảo hộ bởi Bộ Phát triển nhà và đô thị Mỹ (HUD) và được miễn thuế thu thập, nhưng chúng không được phát hành từ 1974. Các phiếu nợ New Community, cũng được bảo hộ bởi HUD, được ủy quyền nhờ một luật Liên bang được thông qua vào năm 1968. Khoảng 350 triệu đô la tiền các phiếu nợ này được phát hành trong năm 1975, nhưng chương trình đã bị ngừng vào năm 1983.

Í1041. "Phiếu lãi" của một trái phiếu là mức lãi suất của nó; một trái phiếu có "phiếu lãi thấp" có mức lãi suất thu nhập thấp hơn trung bình thị trường.

|105|. Mặc dù lý lẽ của Graham vẫn có thể áp dụng được, song các con số đã thay đổi. Các công ty hiện tại có thể khấu trừ 70% thu nhập họ nhận được từ cổ tức, và mức thuế thu nhập tiêu chuẩn là 35%. Do đó, một công ty sẽ trả khoảng 24,50 đô la tiền thuế trên 100 đô la tiền cổ tức của một chứng khoán ưu đãi, so với 35 đô la tiền thuế trên 100 đô la thu nhập lãi. Các cá nhân trả cùng mức thuế thu thập trên cổ tức và thu nhập lãi, nên các chứng khoán ưu đãi không có lợi thế thuế nào dành cho họ.

f1061. Để biết thêm sự phân biệt giữa sự đầu tư khó khăn về vật chất với khó khăn về trí tuệ và cảm xúc, xem chương 8 và chương "Ba cách đề làm một nhà đầu tư thành công" của Charles D. Ellis, trong Tuyển tập của nhà đầu tư {The Investor's Anthology) của Charles D. Ellis và James R. Vertin (John Wiley & Sons, 1997) trang 72.

f1071. Một lần tìm kiếm trên Google gần đây cho cụm từ "age and asset allocation" (tuổi và cách phân bổ tài sản) cho hơn 30.000 kết quả trên mạng.

2. James K. Glassman và Kevin A. Hassett, Dow 36,000ả.The New strategy for Profiting from the Coming Rise in the stock Market (Dow 36.000ẽ. Một chiến lược mới nhằm kiếm lời từ sự tăng giá sắp đến trên thị trường chứng khoán) (Times Business, 1999), trang 250.

f1091 . Để đọc một bài luận tuyệt vời về hiện tượng tâm lý này, hãy đọc bài của Daniel Gilbert và Timothy Wilson, "Mong muốn nhầm", tại www.wjh. ha rva rd .ed u/~ dtg/ Gilbert_&_Wilson(Miswanting).pdf.

[1Ị0]ẵ Để cho đơn giản, ví dụ này giả định rằng chứng khoán tăng ngay lập tức.

[1111. Với năm thuế 2003, khung thuế Liên bang thấp nhất là cho những người độc thân kiếm được dưới 28.400 đô la, hoặc một đôi kết hôn (nộp tờ khai thuế chung) có thu nhập ít hơn 47.450 đô la một năm.

|112| ặ Hai máy tính trực tuyến có thể giúp bạn tính lợi tức sau thuế của các trái phiếu đô thị và trái phiếu chịu thuế có tại www.investingbonds.com/cgi-bin/ calculator.pl và www.lebenthal.com/ index_infocenter.html. Để quyết định xem một trái phiếu đô thị có dành cho bạn hay không, hãy tìm "tỷ suất lợi tức tương đương có tính thuế" (“taxable equivalent yield") được tính bởi các máy tính này, sau đó so sánh kết quả với tỷ suất lợi tức

hiện có trên các trái phiếu Kho bạc (http://money.cnn.com/markets/ bondcenter hoặc www.bloomberg.com/markets/ C13.html). Nếu tỷ suất lợi tức của các trái phiếu kho bạc cao hơn tỷ suất lợi tức tương đương chịu thuế, thì các trái phiếu đô thị không phải là dành cho bạn. Dù sao, bạn hãy cẩn thận rằng các trái phiếu và quỹ đô thị có mức lợi tức thấp hơn, dao động giá lớn hơn, so với hầu hết các trái phiếu chịu thuế khác. Hơn nữa, mức thuế tối thiểu thay thế, bây giờ đang đánh vào những người Mỹ thu nhập trung bình, có thể vô hiệu hóa các lợi thế của trái phiếu đồ thị.

[113] . Để có bài giới thiệu xuất sắc về đầututrái phiếu, hãy xem http://flagship.vanguard.com/web/ planret/ AdvicePTIBInvestmentsInvestinginBonds.html#Interes Để có một giải thích dễ hiểu hơn nữa về trái phiếu, hãy đọc http://money.cnn.eom/pf/101/lessons/7/. Một danh mục đầu tư "bậc thang", giữ các trái phiếu với các kỳ hạn khác nhau, là một cách khác để bảo hộ khỏi rủi ro do mức lãi suất.

[1141 . Để biết thêm thông tin, hãy xem www.vanguard.com; www.fidelity.com, www.schwab.com, và www.troweprice.com.

[1151 . Để xem một bài tóm tắt trực tiếp có thể đọc được, lên trang www.aaii.com/promo/20021118/ bonds.shtml.

f1161. Viết tắt của collateralized mortgage obligation (phiếu nợ có thế chấp đa dạng hóa kỳ hạn): một loại trái phiếu từ cùng một khoản vay được chia nhỏ thành nhiều lớp kỳ hạn với ưu tiên chi trả khác nhau, nhằm giảm thiểu rủi ro thu hồi trước hạn nhưng lãi suất và tính thanh khoản thấp. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

|117|Ê Nói chung, các khoản niên kim không cố định không hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dưới 50 tuổi đang trông đợi sẽ ở khung thuế cao trong thời gian nghỉ hưu, hoặc những người chưa đóng góp tối đa cho tài khoản 401 (k) hoặc IRA (tài khoản hưu cá nhân) của mình. Các niên kim cố định (với ngoại lệ đáng kể là các niên kim từ TIAA-CREF) có thể thay đổi các mức "bảo đảm" của mình và vụt bạn bằng các phí từ bỏ. Để có được sự phân tích kỹ lưỡng và khách quan về niên kim, hãy xem hai bài báo xuất sắc của Walter Updegrave: 'Thu nhập suốt đời," Money, số tháng 7/2002, trang 89-96, và "Sách hướng dẫn cho người mua niên kim," Money, tháng 11/2002, trang 104-110.

[1181. Để biết thêm về vai trò của cổ tức trong một danh mục đầu tư, xem chương 19.

|119|. Vào đầu năm 1949, mức sinh lợi trung bình hăng năm của cổ phiếu trong vòng 20 năm trước đó là 3,1% so với 3,9% của các trái phiếu kho bạc dài hạn - tức 10.000 đô la đầu tư vào cổ phiếu sẽ thành 18.415 đô la trong khoảng thời gian đó, trong khi cùng một lượng tiền ấy đầu tư vào trái phiếu sẽ thành 21.494 đô la. Điêu đủ hiển nhiên là năm 1949 đã trở thành thời điểm tuyệt vời để mua cổ phiếu: Trong thập kỷ tiếp sau đó, chỉ số 500 chứng khoán của

Standard & Poor's tăng trung bình 20,1% một năm, một trong những tỷ lệ lai suất dài hạn tốt nhất trong lịch sử chứng khoán Mỹ.

[120]. Các nhận xét trước đây của Graham có tại trang 34-35. Hãy thử tưởng tượng xem ông sẽ nghĩ gì về thị trường chứng khoán cuối những năm 1990, khi mà mỗi mức cao kỷ lục mới được coi là "bằng chứng" nữa rằng cổ phiếu là cách làm giàu không rủi ro!

[121]. Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones lúc đó đóng cửa với mức cao kỷ lục 381,17 vào ngày 3/9/ 1929. Nó đóng cửa chỉ với mức cao hơn thế vào ngày 23/11/1954 - hơn một phần tư thế kỷ sau - khi nó đạt tới 382,74. (Khi bạn nói bạn muốn sở hữu cổ phiếu "cho lâu dài", bạn có nghĩ thời kỳ đó có thể dài tới chừng nào - hay có nhiều nhà đầu tư mua vào năm 1929 không còn sống vào năm 1954?) Tuy nhiên, với những nhà đấu tư kiên trì đã tái đầu tư thu nhập của mình, thì mức sinh lợi cổ phiếu là dương trong thời kỳ đáng lẽ tối tăm này, chẳng qua chỉ vì tỷ suất cổ tức tính trung bình cao hơn 5,6% một năm. Theo các giáo sư Elroy Dimson, Paul Marsh và Mike Stauton của Trường Kinh doanh London, nếu bạn đầu tư 1 đô la vào cổ phiếu Mỹ vào năm 1900 và tiêu hết cổ tức của mình, danh mục đẩu tư của bạn sẽ thành 198 đô la vào năm 2000. Nhưng nếu bạn tái đầu tư cổ tức của mình, danh mục đầu tư của mình sẽ biến thành 16.797 đô la! Hoàn toàn không phải là một suy nghĩ nhìn lại quá khứ, cổ tức là sức mạnh lớn nhất trong việc đầu tư cổ phiếu.

[1221. Tại sao "mức giá cao" của cổ phiếu lại ảnh hưởng tới tỷ suất cổ tức của chúng? Tỷ suất cổ tức của một cổ phiếu là tỷ lệ cổ tức tiền mặt của nó đối với giá của một cổ phần thường. Nếu một công ty trả 2 đô la cổ tức mỗi năm trong khi giá cổ phiếu của nó là 100 đô la thì tỷ suất cổ tức của nó sẽ là 2%. Nhưng nếu giá cổ phiếu tăng gấp đôi trong khi mức cổ tức đứng yên, thì tỷ suất cổ tức sẽ giảm xuống còn 1%. Vào năm 1959, khi mà xu hướng Graham nhận thấy vào 1957 đã đuợc tất cả mọi người biết đến, hầu hết các "học giả" Phố Wall tuyên bố rằng nó sẽ không thể kéo dài. Trước đó chưa bao giờ cổ phiếu lại có tỷ suất cổ tức thấp hơn trái phiếu; vả lại, do cổ phiếu rủi ro hơn trái phiếu, tại sao lại có người mua chúng trừ phi người ta trả thêm lợi nhuận cổ tức để đền bù cho mức rủi ro cao hơn? Các chuyên gia lập luận rằng các trái phiếu sẽ chỉ có tỷ suất lợi tức cao hơn cổ phiếu trong nhiều nhất là vài tháng, và sau đó mọi chuyện sẽ trở lại "bình thường". Hơn bốn thập kỷ sau, mối quan hệ chưa từng trở lại bình thường; tỷ suất cổ tức của chứng khoán (cho tới giờ) vẫn luôn thấp hơn mức tỷ suất lợi tức của trái phiếu.

(123). Xem trang 74 và 106-107.

[1241. Để biết thêm một quan điểm nữa về sự đa dạng, xem phần đóng khung trong bình luận về chương 14 (trang 409).

[125]. Nhà đầu tư thận trọng ngày nay vẫn nên đòi hỏi ít nhất 10 năm thanh toán cổ tức liên tục (điều này sẽ loại khỏi phạm vi xem xét chỉ một thành viên của chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones là Microsoft và vẫn còn ít nhất 317 chứng khoán để chọn trong chỉ số s & p 500). Kể cả đòi hỏi 20 năm thanh toán cổ tức liên tục cũng không phải là giới hạn quá

đáng; theo Morgan Stanley, 255 công ty trong chỉ số s & p 500 đạt được tiêu chuẩn này vào cuối năm 2002.

[1261. "Quy tắc 72" là một dụng cụ trí tuệ hữu ích. Để tính thời gian một lượng tiền cần để tăng gấp đôi giá trị, chỉ cần lấy 72 chia cho mức tăng dự kiến của nó. Với 6%$_M$ chẳng hạn, tiền sẽ tăng gấp đôi trong 12 năm (72/6 = 12). Với mức 7$_m$'\ mà Graham đưa ra, một chứng khoán tăng sẽ tăng gấp đôi giá trị của nó chỉ trong 10 năm (72/7,1 = 10,1 năm).

[127]. Graham nói tới điểm này trên trang 90.

f1281 . Để chỉ ra rằng các nhận định của Graham vẫn luôn luôn đúng, chúng tôi có thể thay IBM bằng Microsoft và Texas Instruments bằng Cisco. Cách nhau 30 năm, mà các kết quả giống nhau đến kỳ lạ: cổ phiếu của Microsoft giảm 55,7% từ năm 2000 đến 2002, trong khi cổ phiếu của Cisco - đã tăng khoảng 50 lần trong sáu năm trước đó - mất 76% giá trị của nó từ năm 2000 đến 2002. Cũng như với Texas Instruments, mức giảm giá của Cisco lớn hơn mức giảm lợi tức của nó; lợi tức của nó chỉ giảm có 39,2% (khi so sánh mức trung bình ba năm cho các năm 1997-1999 với mức của các năm 2000-2002). vẫn vậy, chúng càng tăng nóng thì ngã càng đau.

|129|. Hệ số lợi tức (earnings multiplier) là từ đồng nghĩa chỉ tỷ lệ giá/lợi tức (P/E), nó đo xem nhà đầu tư sẵn sàng trả giá bao nhiêu cho một chứng khoán so với khả năng sinh lời của ngành kinh doanh cơ sở của chứng khoán đó. (Xem chú thích 2 ở trang 86 của chương 3.)
[1301. Các nhà đầu tư ngày nay có thể tự tạo ra hệ thống tự động để quản lý chất lượng các cổ phiếu của mình bằng cách dùng các "hệ theo dõi danh mục đầu tu" tương tác tại những trang web như www.quicken.com,moneycentral.msn.com, finance.yahoo.com, và www.morningstar.com. Tuy nhiên, Graham chắc sẽ cảnh báo bạn không nên dựa dẫm quá nhiều vào một hệ thống như vậy; mà bạn phải sử dụng lý lẽ của bản thân để bù đắp cho phần mềm.

[131]. Practical Formulas for Successful Investing (Các công thức thực dụng cho đầu tư thành công),W\\ùeó Funk, Inc., 1953. (Chủ thich của tác giả).

[132]. Để cập nhật số liệu của Graham, hãy lấy mỗi lượng tiền đô la trong phần này và nhân nó lên năm lần.

[1331. Trong những phương pháp toán học để đưa ra quyết định đầu tư hiện nay, định nghĩa "rủi ro" theo sự thay đổi giá trung bình, tức "tính dễ biến động", đã trở thành một thông lệ chuẩn. Hãy đọc, chẳng hạn, An Introduction to Risk and Return (Giới thiệu về rủi ro và lợi nhuận), của Richard A. Brealey, The M.I.T. Press, 1969. Chúng tôi cho rằng cách dùng từ "rủi ro" như vậy có hại hơn là có lợi cho quyết định đầu tư sáng suốt—vì nhấn mạnh quá nhiều vào sự dao động củ3 thị trường. (Chú thich của tác giả).

f1341. Tất cả 30 công ty trong chỉ số DJIA đều đạt được tiêu chuẩn này vào năm 1971. (Chú thich củ. tác giả).

Í1351 . Trong thị trường ngày nay, để được coi là lớn, một công ty phải có tổng giá trị chứng khoán (hoặc "vốn thị trường") ít nhất là 10 tỉ đô la. Theo bảng thống kê chứng khoán trực tuyến tại http://screen.yahoo.com/stocks.html, điều này có nghĩa là bạn có khoảng 300 chứng khoán để chọn, vào đầu năm 2003.

|136|. Tức 8 giờ tối. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[1371. Peter Lynch và John Rothchild, trong cuốn One Up on Wall Street (Một kẻ lên ở Phố Wall) (Penguin, 1989), trang 23.

[1381 . Phỏng vấn Kevin Landis trên chương trình Trong đống tiền (In the Money) của CNN vào ngày 5/ 11/1999, 11 sáng, giờ chuẩn miền Đông Hoa Kỳ (EST). Nếu các số liệu của Landis có thể hiện được điều gì, thì "những điều bạn biết" không phải là "tất cả những gì bạn thật sự cần" để chọn chứng khoán một cách thành công. Từ cuối năm 1999 đến cuối năm 2002, quỹ của Landis (toàn những công ty công nghệ mà ông nhận là quen biết "trực tiếp" từ trụ sở của mình tại Silicon Valley) đã mất 73,2% giá trị, một cú đấm còn mạnh hơn cả quỹ công nghệ trung bình phải chịu trong thời kỳ đó.

ri391 . Theo Sarah Lichtenstein và Baruch Fischhoff, "Liệu những người biết nhiều hơn có biết nhiều hơn về việc họ biết được nhiều đến đâu?", Hành vi của tô chức và khả năng của con người (Organizational Behavior and Human Performance) , tập 20, số 2_g tháng 12/1977, trang 159-183.

f1401. Xem Gur Huberman, "Sự quen biết nuôi dưỡng đầu tu"; Joshua D. Coval và Tobias J. Moskowitz, "Địa lý học đầu tu"; và Gur Huberman và Paul Sengmuller, "Chứng khoán công ty trong các chương trình 401 (k)," tất cả đèu có tại http://papers.ssrn.com.

[141]. Theo giáo sư tài chính Charles Jones của Trường Thương mại Columbia, giá của một giao dịch nhỏ, một chiều (mua hoặc bán) với một chứng khoán niêm yết trên sở Giao dịch Chứng khoán New York đã giảm từ 1,25% vào thời của Graham xuống còn 0,25% vào năm 2000. Với những tổ chức như quỹ hỗ tương đầu tư, các mức giá này thật ra cao hơn. (Hãy đọc Charles M. Jones, "Một thế kỷ của tính thanh khoản và chi phí giao dịch trên thị trường chứng khoán", tại http://papers.ssrn.com.) [142]. Để giúp quyết định xem các chứng khoán mà bạn sở hữu có đủ đa dạng trên nhiều khu vực công nghiệp khác nhau, bạn có thể sử dụng chức năng 'Instant X-Ray" (Chụp X-quang tức khắc) miễn phí có tại www. mo mi ngstar.com hoặc đọc phần thông tin khu vực (Tiêu chuẩn phân loại ngành công nghiệp toàn cầu) tại www.standardandpoors.com.

[1431. Discount broker: Cá nhân hoặc tổ chức mua bán chứng khoán cho khách hàng với chi phí thấp và không có nhiệm vụ tư vấn cho khách hàng. (Chú thích CÙ3 người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[144]. Rip Van Winkle là nhân vật chính trong truyện của Washington Irving, chìm vào giấc ngủ 20 năm và thấy mọi sự thay đổi nhiều khi tỉnh dậy. (Chú thich của người dịch vã Ban bién tập tiếng Việt).

[1451. Để biết thêm về cách phân tích để giữ một phần danh mục đầu tư của bạn là chứng khoán ngoại, hãy xem trang 211-213.

[146]. Nguồn: số liệu thống kê do Ibbotson Associates cung cấp. Mặc dù các nhà đầu tư riêng lẻ không được mua toàn bộ s & p 500 cho đến tận năm 1976, ví dụ này vẫn chứng tỏ sức mạnh của việc mua nhiều thêm khi giá chứng khoán đi xuống.

[147]. ở đây Graham đã lỡ miệng. Sau khi nhấn mạnh trong chương 1 rằng khái niệm về một nhà đầu tư "mạnh bạo" không phụ thuộc vào lượng rủi ro mà bạn tìm kiếm, mà vào lượng cồng sức mà bạn sẵn sàng bỏ ra, Graham lại rơi vào cách nghĩ thông thường rằng các nhà đàu tư mạnh bạo thì phải "xông xáo" hơn. Tuy nhiên, phần còn lại của chuong chỉ rõ rằng Graham vần giữ khái niệm gốc của mình. (Nhà kinh tế vĩ đại người Anh John Maynard có vẻ là người đầu tiên dùng từ "mạnh bạo" (enterprise) như một từ đồng nghĩa với sự đầu tư phân tích.) |l48ị. Các "phát hành có phiếu lai cao" là các trái phieu công ty có lãi suất cao hơn trung bình (trên thị trường ngày nay thì ít nhất là 8%) hoặc các cổ phiếu ưu đãi có tỷ suất cổ tức cao (10% hoặc hơn). Nếu một công ty phải trả cả mức lãi suất để vay tiền, đó là một tín hiệu cơ bản thế hiện rằng nó rất rủi ro. Để biết thêm về các trái phiếu tỷ suất cao hoặc trái phiếu ĩ£rácl!, xem trang 168-170.

[149]. Vào đàu năm 2003, tỷ suất tương đương của hoa lợi trái phiếu là 5,1% trên các trái phiếu công ty cấp cao và 4,7% trên các trái phiếu đô thị miễn thuế kỳ hạn 20 năm. Để cập nhật về các mức tỷ suất này, hãy xem www.bondsonline.com/asp/news/ composites/html hoặc www.bloomberg.com/markets/ rates.html và www.bloomberg.com/markets/ psamuni.htm.

[150]. Năm 1970 đường sắt Milwaukee đã báo cáo sự thâm hụt lớn. Nó đã tạm ngưng việc trả lãi với các trái phiếu thu nhập của nó, và giá của trái phiếu phát hành 5% đó đã giảm xuống còn 10. (Chú thich của tác giả).

[151]. Về một ví dụ gần đây đã củng cố thêm một cách đau đớn ý kiến của Graham, hãy xem trang 169 dưới đây.

[152]. Giá trái phiếu được báo giá theo phần trăm mệnh giá, tức là của 100. Một trái phiếu có giá "85" nghĩa là đang được bán với giá 85% giá trị ban đầu của nó; một trái phiếu ban đầu được bán với giá 10.000 đô la, nhưng bây giờ bán với mức 85, sẽ có giá là 8.500 đô la. Khi các trái phiếu được bán dưới 100, chúng được gọi là trái phiếu "chiết khấu" hay trái phiếu "dưới giá" (discount bond); trên 100, chúng trở thành trái phiếu "trên giá" (premium bond).

[1531. Ví dụ: trái phiếu ưu đãi đầu tiên 6 đô la của Cities Service, khi không trả cổ tức, đã bán ở mức rất thấp, chỉ 15 vào năm 1937 và ở mức 27 vào năm 1943, khi mà khoản cộng dồn đã đạt tới 60 đô la một cổ phiếu. Vào năm 1947 nó đã bị thu hồi bởi sở giao dịch chứng khoán với mức 196,50 đô la cho các phiếu nợ 3% với mỗi cổ phần, và nó được bán với mức giá cao tới 186. (Chú thich cùa tác giả).

|154| . Một nghiên cứu thống kê cầu kỳ thực hiện dưới sự chỉ đạo của Cơ quan Nghiên cứu Kinh tế Quốc Gia cho thấy rằng đây đúng là sự thật. Graham đang nói đến W. Braddock Hickman, Corporate Bono Quality and Investor Experience (Chất lượng trái phiếu công ty và kinh nghiệm nhà đầu tư) (Princeton University Press, 1958). (Chủ thích của tác giả). Cuốn sách của Hickman sau đó đã gây cảm hứng cho Michael Milken của công ty Drexel Burnham Lambert đưa ra cách tạo vốn có tỷ suất lợi tức cao cho những công ty với các đánh giá tín nhiệm tốt, giúp khởi động sự mua lại cổ phần bằng đòn bẩy tài chính và trào lưu thâu tóm dạng thù địch vào cuối những năm 1980.

[1551. Các cổ phiếu thường phát hành mới - phát hành ra cồng chúng lẩn đầu (initial public offerings tức IPO) - thường được bán với "chiết khấu bao tiêu”

(hoa hồng cho người bao tiêu) khoảng 7%. Ngược lại, hoa hồng của người mua với các cổ phiếu thường cũ là vào khoảng dưới 4%. Mỗi khi Phố Wall kiếm được khoảng gãn gấp đôi với việc bán cái mới so với bán cái cũ, thì cái mới hơn sẽ khó bán hơn.

|156|. Gần đây, các giáo sư tài chính Owen Lamont cua Đại học Chicago và Paul Schultz của Đại học Notre Dame đã cho thấy rằng các công ty chọn chào bán các chứng khoán phát hành mới ra thị trường khi thị trường chứng khoán đang đến gần đỉnh. Muốn tìm hiểu các phát hành này về mặt chuyên môn, hãy xem các bài "Đánh giá việc cân đo giá trị: Các sự kiện của doanh nghiệp và việc định thời điểm ra thị trường" của Lamont và " Định thời điểm thị trường giả và kết quả thực hiện trong dài hạn của các phát hành ra công chúng lần đẩu " của Schultz tại http://papers.ssrn.com.

[1571. Trong hai năm kể từ tháng 6/1960 tới tháng 5/ 1962, hơn 850 công ty đã lần đầu tiên bán chứng khoán của mình cho công chúng - tính trung bình hơn một công ty mỗi ngày. Vào cuối năm 1967 thị trường IPO lại nóng lên; năm 1969 một khối lượng đáng kinh ngạc là có tới 781 chứng khoán mới ra đời. Sự cung ứng quá thừa này giúp tạo ra các thị trường đi xuống của năm 1969 và của các năm 1973-1974. Đến năm 1974 thị trường IPO chết đến nỗi chỉ có chín chứng khoán mới được tung ra vào năm đó; năm 1975 chỉ có 14 chứng khoán mới. Sự cung ứng quá thiếu đó, ngược lại, đã giúp nuôi dưỡng thị trường đi lên của những năm 1980, khi mà khoảng 4000 chứng khoán mới tràn ngập thị trường, giúp kích thích sự nhiệt tình thái quá dẫn tới vụ sụp đổ năm 1987. Sau đó chu kỳ lại xoay ngược lại khi mà các IPO cạn khô vào các năm 1988-1990. Sự thiếu hụt đã góp phần vào thị trường đi lên của năm 1990 -và theo đúng tín hiệu, Phố Wall quay trở lại với việc tạo ra các chứng khoán mới và đẻ ra gần 5000 IPO. Rồi, sau vụ nổ sụp đổ năm 2000, chỉ có 88 IPO được phát hành vào năm 2001 - mức thấp nhất kể từ 1979. Trong tất cả các trường hợp, công chúng đã bị bỏng bởi

các IPO và tránh xa chúng trong hai năm, nhưng luôn trở lại để bị bỏng lần nữa. Kể từ khi có thị trường chứng khoán tới nay, các nhà đầu tư đã phải trải qua chu kỳ điên loạn rồi trì trệ này. Trong đợt bùng nổ IPO đầu tiên của Mỹ vào năm 1825, nghe kể rằng có người đàn ông đã bị đè chết trong lúc các nhà đầu cơ xô đầy nhau để mua cổ phiếu tại Ngân hàng Southwark mới; những người mua giàu nhất đã thuê côn đồ mở đường lên đầu chỗ xếp hàng. Hẳn vậy, tới năm 1829, các chứng khoán đã mất 25% giá trị.

[158]. ở đây Graham đang mô tả việc chào bán quyền đăng ký mua, trong đó các nhà đầu tư đã sở hữu chứng khoán được yêu cầu đổ thêm tiền vào để giữ nguyên tỷ lệ đầu tư vào công ty. Kiểu kinh doanh này, vẫn rất phổ biến ờ châu Âu, đã trở nên hiếm ở Mỹ, trừ giữa các quỹ đầu tư đóng (closed-end fund) với nhau.

|l59|. Vào thời của Graham, hầu hết các ngân hàng đầu tư danh tiếng nhất thường tránh xa khu vực kinh doanh IPO, một thứ được coi là sự bóc lột không đàng hoàng các nhà đầu tư ngây thơ. Thế nhưng, đến lúc đỉnh điểm của sự bùng nổ IPO vào cuối năm 1999 và đầu năm 2000, thì các ngân hàng đầu tư lớn nhất của Phố Wall đã nhảy cả hai chân vào rồi. Các công ty đáng kính vứt bỏ sự thận trọng truyền thống của mình và hành động như những đô vật bùn say xỉn, lăn lộn để quăng những chứng khoán có giá cao đến lố bịch vào công chúng đang hăm hở cuồng nhiệt. Đoạn mô tả của Graham về cách hoạt động của chu trình IPO là một đoạn kinh điển nên dùng làm bài bắt buộc trong các lớp học về đạo đức ngân hàng đầu tư, nếu có lớp như vậy.

[160]. Một mẫu đại diện từ 41 chứng khoán phát hành như vậy lấy từ cuốn stock Guide (Hướng dẫn chứng khoán) của Standard & Poor's cho thấy rằng 5 phát hành đã mất 90% hoặc hơn từ mức giá cao nhất của chúng, 30 phát hành mất hơn một nửa giá trị, và cả nhóm mất khoảng hai phần ba. Nhiêu chứng khoán phát hành khác không được liệt kê trong cuốn Hướng dẫn chứng khoán chắc chắn còn giảm giá nhiều hơn nữa nếu nhìn tổng quát. (Chú thich của tác giả).

[1611. Vào đầu những năm 1970, khi Graham viết cuốn sách này, chỉ có chưa đây một tá quỹ trái phiếu rác, hầu hết trong số đó có hoa hồng doanh số (sales commission) lên tới 8,5%,[È] thậm chí có những quỹ còn bắt các nhà đầu tư trả phí để được tái đầu tư trở lại cổ tức hằng tháng của mình vào quỹ.

[1621. Edward I. Altman và Gaurav Bana, "Vỡ nợ và mức sinh lợi của các trái phiếu có tỷ suất lợi tức cao", bài nghiên cứu, Trường Kinh doanh Stern, Đại học New York, 2002.

[163]. Tức các chứng khoán Nga và Mexico. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[164]. Graham không phê bình các trái phiếu ngoại một cách nhẹ nhàng, vì ông đã từng có một vài năm đầu sự nghiệp làm một nhân viên trái phiếu tại New York cho những người mua ở Nhật.

|165|. Hai quỹ trái phiếu thị trường mới nổi giá thấp, hoạt động tốt là Fidelity New Markets Income Fund và T. Rowe Price Emerging Markets Bond Fund; để CÓ thêm thông tin, xem www.fidelity.com, www.troweprice.com, và www.morningstar.com. Đừng mua bất kỳ quỹ trái phiếu thị trường mới nổi nào với mức phí hoạt động hằng năm cao hơn 1,25%, và được cảnh báo trước rằng một số quỹ này tính phí thu hồi ngắn hạn để ngăn các nhà đầu tư giữ chúng dưới ba tháng muốn hoàn trả.

f1661. Nguồn cụ thể về các chi phí môi giới là từ công ty Plexus Group tại Santa Monica, bang California, và trang web của nó, www.plexusgroup.com. Plexus tranh luận rất thuyết phục rằng, giống như hầu hết khối lượng của một tảng băng trôi nằm dưới mặt nước biển, lượng chi phí môi giới là vô hình - khiến nhiều nhà đầu tư nhầm tưởng rằng chi phí giao dịch của họ không đáng kể nếu giá môi giới thấp. Chi phí của việc kinh doanh các chứng khoán NASDAQ tương đối cao đối với những nhà đầu tư cá nhân, so với chi phí kinh doanh các chứng khoán niêm yết trên NYSE (xem trang 149, chú thích 1).

[167]. Những điều kiện thực tế còn khắc nghiệt hơn, vì chúng tôi bỏ qua thuế thu nhập tiểu bang trong ví dụ này.

f1681 . Những phát hiện của Barber và Odean có tại http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/ Current%20Research.htm và http:// faculty.gsm.ucdavis.edu/-bmbarber/research/ default.html. Nhiều nghiên cứu khác, trùng hợp, đã tìm ra các kết quả gần như giống hệt đối với những nhà quản lý tiền bạc chuyên nghiệp - nên đây không phải là vấn đè chỉ giới hạn trong những nhà đầu tư cá nhân "ngây thơ".

[1691. Xem www.mjcrosoft.com/msft/stock.htm, phần "Kết quả đầu tư vào IPO".

|170|. Jay R. Ritter và Ivo Welch, 'Tổng quan hoạt động, định giá và phân bổ IPO," Journal of Finance (Tạp chí Tài chính), tháng 8/2002, trang 1797. Trang web của Ritter, tại http://bear.cba.ufl.edu/ritter, và trang web của Welch, tại http://welch.som.yale.edu/ là các mỏ vàng dữ liệu cho những ai quan tâm về các IPOữ [171ỊÉ Lời nhắn số 9, ghi bởi "GoldFingers69" trên bảng tin nhắn của VA Linux (LNUX) tại messages.yahoo.com, cập nhật vào ngày 16/12/1999. MSFT là ký hiệu băng hình của hãng Microsoft Corp.

f1721 . Như đã nói (xem trang 116, chú thích 1), các trái phiếu New Housing Authority và New Community đã không còn được phát hành nữa.

[173]. Ngày nay các "trái phiếu chất lượng thấp" thuộc khu vực "tình huống đặc biệt" được gọi là các trái phiếu khủng hoảng (distressed bond) hoặc trái phiếu mất khả năng thanh toán (defaulted bond). Khi một công ty bị (hoặc tiến tới) phá sản, cổ phiếu thường của nó trở nên gãn như vô giá trị, vì luật phá sản của Mỹ cho người sở hữu trái phiếu quyền bồi thường pháp lý mạnh hơn nhiều so với người sở hữu cổ phiếu. Nhưng nếu công ty đó cải tổ thành công và thoát khỏi sự phá sản, những người giữ trái phiếu thường được nhận cổ phiếu trong công ty mới và giá trị của các trái phiếu sẽ hồi phục một khi công ty có khả năng trả lãi. Do

đó các trái phiếu của một công ty gặp khó khăn tài chính có thể có diễn biến kết quả gần tốt bằng cổ phiếu thường của một công ty khỏe mạnh. Trong những trường hợp đặc biệt này, như lời Graham nói, "không có sự khác biệt thật sự giữa trái phiếu và cổ phiếu thường."

[174]. Hãy xem, ví dụ như, Lucile Tomlinson, Practical Formulas for Successful Investing (Các công thức thực dụng cho đầu tư thành công)[ẫ], và Sidney Cottle và w. T. Whitman, Investment Timing: The Formula Approach (Xác định thời điểm đầu tư thành công: phương pháp công thức)M cả hai cuốn đều xuất bản năm 1953. (Chú thích của tác giả).

|175|. Hãy để ý rất kỹ những gì Graham đang nói ở đây. Khi viết vào năm 1972, ông cho rằng giai đoạn kể từ 1949 - một thời kỳ hơn 22 năm - là giai đoạn quá ngắn để rút ra kết luận đáng tin cậy! Bằng sự thông thạo toán học của mình, Graham không bao giờ quên rằng các kết luận khách quan đòi hỏi phải có một lượng dữ liệu lớn với thời gian rất dài. Những kẻ lừa phỉnh quảng cáo cho các mẹo chọn chứng khoán "đã được thời gian kiểm chứng" hầu như luôn luôn dựa các phát hiện của mình trên các khoảng thời gian ngắn hơn những gì Graham có thể chấp nhận. (Graham thường dùng những khoảng 50 năm để phân tích dữ liệu quá khứ.) [1761. Một công ty có thành tích tầm thường thì không thể gọi, mà không làm lẫn khái niệm này, là một công ty tăng trưởng, hay một "cổ phiếu tăng trưởng" chỉ vì người đề xuất trông đợi nó sẽ hoạt động tốt hơn trung bình trong tương lai. Nó chỉ là một "công ty hứa hẹn". (Chú thích của tác giả). Graham đang đưa ra một điểm rất tinh tế mà quan trọng: Nếu định nghĩa một cổ phiếu tăng trưởng là một công ty sẽ phát triển mạnh trong tương lai, thì đó hoàn toàn không phải định nghĩa, mà chỉ là sự mơ tưởng. Nó giống như gọi một đội thể thao là "nhà vô địch" khi mà mùa giải còn chưa xong. Sự mơ tưởng này ngày nay vẫn còn; trong các quỹ đầu tư tương hỗ, các danh mục đầu tư "tăng trưởng" miêu tả các cổ phần của chúng là những công ty có "tiềm năng tăng trưởng hơn mức trung bình" hoặc "có các triển vọng thuận lợi trong việc tăng lợi tức." Một định nghĩa chính xác hơn có lẽ là những công ty có lợi tức thuần trên mỗi cổ phần tăng trung bình mỗi năm ít nhất 15% trong ít nhất năm năm liên tục. (Đạt được tiêu chuẩn này trong quá khứ không đảm bảo rằng một công ty sẽ đạt được nó trong tương lai).

|Ị 77j . Ngày nay, nhà đầu tư mạnh bạo có thể tạo ra một danh sách như vậy thông qua Internet bằng cách truy cập các trang web như www.morningstar.com (hãy thử dùng công cụ đánh giá stock QuickRank), WMW.quicken.com/investments/stocks/search/full, và http://yahoo.com.marketguide.com.

[178]. Xem bảng 7-1. (Chú thích của tác giả).

[179]. Trong mười năm tính tới ngày 31/12/2002, các quỹ đầu tư vào những công ty lớn tăng trưởng - loại hình ngày nay tương đương với những gì Graham gọi là "quỹ đấu tư tăng trưởng" - thu được tỷ lệ lợi nhuận trung bình hằng năm là 5,6%, kém hơn thị trường chứng khoán chung trung bình là 3,7 điểm phần trăm một năm. Tuy nhiên, các quỹ "giá trị lớn" đầu tư vào các công ty lớn có giá hợp lý hơn cũng hoạt động kém hơn thị trường trong cùng thời kỳ đó (kém cả một điểm phần trăm một năm). Vấn đề có phải chỉ đơn thuần là các quỹ đầu

tư tăng trưởng không thể chọn ra một cách đáng tin cậy những chứng khoán nào sẽ hoạt động vượt thị trường trong tương lai? Hay là chi phí cao của việc quản lý một quỹ trung bình (cho dù nó mua các chứng khoán của công ty tăng trưởng hay công ty "giá trị") vượt quá bất cứ lợi nhuận thêm nào mà những người quản lý của chúng có thể kiếm được qua những lựa chọn chứng khoán của mình? Để cập nhật về sự hoạt động của các quỹ được phân theo loại, xem www.morningstar.com, "Category Returns" ("Phân hạng mức sinh lợi"). Để có một lời nhắc nhở có tính khai sáng về khả năng tàn lụi của hoạt động của các kiểu đầu tư khác nhau, xem www.callan.com/ resource/periodic_table/pertable.pdf.

[180]. Graham đưa ra điểm này để nhắc bạn rằng một nhà đầu tư "mạnh bạo" không phải là một người chịu nhiều khả năng rủi ro hơn bình thường hoặc một người mua các chứng khoán "tăng nhanh mạnh mẽ"; một nhà đàu tư mạnh bạo đơn giản là một người sẵn sàng bỏ thêm thời gian và công sức vào việc nghiên cứu danh mục đầu tư của mình.

|181 Ị. Lưu ý rằng Graham đã nhấn mạnh việc tính tỷ lệ giá/lợi tức dựa trên trung bình nhiều năm của lợi tức trong quá khứ. Bằng cách đó, bạn giảm được nguy cơ đánh giá quá cao giá trị của một công ty dựa trên một đợt bùng nổ lợi nhuận tạm thời. Hãy tưởng tượng một công ty kiếm được 3 đô la trên một cổ phần trong 12 tháng qua, nhưng chỉ trung bình 50 xu một cổ phần trong sáu năm vừa qua. Con số nào - 3 đô la bỗng nhiên hay 50 xu đều đặn - thích hợp để đại diện cho xu hướng kéo dài hơn? Với 25 lần 3 đô la mà nó kiếm được trong năm vừa qua chứng khoán này phải có giá 75 đô la. Nhưng với 25 lần lợi tức trung bình trong bảy năm qua (6 đô la tổng lợi tức của 7 năm, chia 7, bằng 85,7 xu mỗi cổ phần trong lợi tức trung bình hằng năm), chứng khoán này sẽ chỉ có giá 21,43 đồ la. Bạn chọn con số nào sẽ tạo ra sự khác biệt lớn. Cuối cùng, đáng lưu ý là phương pháp chủ yếu trên Phố Wall ngày nay - các tỷ lệ giá/lợi tức chủ yếu dựa trên "lợi tức của năm sau" sẽ là cái mà Graham ghét cay ghét đắng. Làm sao bạn có thể định giá một công ty dựa trên lợi tức mà nó còn chưa tạo ra? Điêu đó giống như đặt giá nhà dựa trên tin đồn rằng Lọ Lem sẽ xây lâu đài mới ở góc phố.

[1821. Các ví dụ gần đây thể hiện chính xác ý của Graham. Vào ngày 21/9/2000, Intel Corp, nhà sản xuất chip điện tử máy tính, tuyên bố là nó trông đợi lợi nhuận của mình sẽ tăng 5% trong quý đó. Thoạt tiên, điều đó nghe có vẻ thật tuyệt; hầu hết các công ty lớn đều thích tăng doanh số của mình thêm 5% trong chỉ ba tháng. Nhưng phản ứng lại với điều đó, chứng khoán của Intel lại giảm 22%, khoản thua lỗ trên tổng giá trị là gần 91 tỉ đô la trong một ngày. Tại sao? Các nhà phân tích của Phố Wall đã kỳ vọng lợi nhuận của Intel tăng 10%. Tương tự, vào 21/2/2001, EMC Corp., một công ty lưu trữ dữ liệu, thông báo là nó hi vọng lợi nhuận của mình tăng ít nhất 25% vào năm 2001 - song một sự thận trọng mới trong số các khách hàng "có lẽ đã dẫn tới các chu kỳ bán ra dài hơn". Do có luồng do dự đó, cổ phiếu của EMC mất tới 12,8% giá trị của nó chỉ trong một ngày.

|183|. Tương đương ngày nay với các nhà đầu tư "có moi quan hệ gần gũi với công ty đó" là những người được gọi là các nhân vật nắm quyền kiểm soát số cổ phần công ty - những nhà quản lý hoặc giám đốc lâu năm giúp quản lý công ty và sở hữu những khối chứng khoán lớn.

Những nhà điều hành như Bill Gates của Microsoft hay Warren Buffett của Berkeshire Hathaway kiểm soát trực tiếp số phận của công ty - và những nhà đầu tư bên ngoài mong muốn thấy những nhà quản lý cao cấp này giữ một lượng cổ phiếu lớn như một sự bỏ phiếu cho lòng tin. Nhưng các nhà quản lý cấp thấp hơn và những nhân viên bình thường không thể tác động tới giá cổ phiếu của công ty với những quyết định của cá nhân mình,É do đó họ không nên đặt nhiều hơn một số phần trăm nhỏ trong tài sản của mình vào chứng khoán của chính công ty mình. Đối với những nhà đầu tư bên ngoài, cho dù họ có nghĩ mình hiểu về công ty thế nào, sự phản đối tương tự cũng được áp dụng.

[184]. Có hai câu thành ngữ lâu đời trên Phố Wall khuyên về những giao dịch như vậy: "Không có cái cây nào mọc vươn tới Thiên đường được" và "Một con bò (thị trường giá lên) có thể kiếm ra tiền, một con gấu (thị trường giá xuống) có thể kiếm ra tiền, còn một con heo không bao giờ kiếm ra tiền." (Chú thích của tác giả).

[1851. Có hai nghiên cứu để xem. Nghiên cứu đầu tiên, thực hiện bởi H. G. Shneider, một trong những học trò của chúng tôi, bao quát các năm 1917-1950 và được công bố tháng 6/1951 trong Journal of Finance (Tạp chí Tài chính). Nghiên cứu thứ hai được thực hiện bởi công ty Drexel Firestone, thành viên của Sở Giao dịch Chứng khoán New York, bao quát các năm 1933-1969. Dữ liệu được đưa ra ở đây đã được họ rộng lòng cho phép. (Chủthichcủa tác giả).

[186]. Drexel Firestone, một ngân hàng đầu tư ở Philadelphia, đã sáp nhập với Burnham & Co. vào năm 1973 và sau này trở thành Drexel Burnham Lambert, nổi tiếng với việc kinh doanh trái phiếu rác trong đợt bùng nổ thâu tóm công ty vào những năm 1980.

|187|. Chiến lược mua các chứng khoán rẻ nhất trong chi số trung bình công nghiệp Dow Jones hiện nay được mệnh danh hiệu là phương pháp "Dogs of the Dow" (Những con chó của chỉ số Dow). Thông tin về "Dow 10" có tại www.djindexes.com/jsp/ dow510Faq.jsp.

f1881 . Một trong những lần chuyện bé xé ra to nhất: Vào tháng 5/1998, công ty Pfizer Inc. và Cục Thực phẩm và dược phẩm Mỹ đã thông báo rằng sáu người đàn ông sử dụng thuốc tráng dương Viagra của Pfizer đã chết vì đau tim trong lúc đang làm tình. Ngay lập tức, cổ phiếu của Pfizer trở nên suy yếu, mất 3,4% chỉ trong một ngày kinh doanh nhiều. Nhưng các cổ phiếu của Pfizer lại vọt lên khi nghiên cứu cho thấy không có lý do để hoảng loạn; chứng khoán này đã tăng khoảng một phần ba trong hai năm tiếp theo.

Vào cuối năm 1997, các cổ phần của Warner-Lambert Co. giảm 19% trong một ngày khi việc bán thuốc tiểu đường mới của nó bị tạm ngưng ờ Anh; trong vòng sáu tháng, cổ phiếu của công ty lại tăng gần như gấp đôi. Vào cuối 2002, chứng khoán của Carnival Corp., một công ty vận hành tàu thủy du lịch hạng sang, mất khoảng 10% giá trị của nó sau khi các khách du lịch bị tiêu chảy và nôn mửa nghiêm trọng trên tàu của các công ty khác.

[1891. Khi nói 'Vốn lưu động ròng" ("net working capital") Graham có ý là tài sản hiện tại của công ty (chẳng hạn như tiền mặt, các chứng khoán có thể kinh doanh được, và hàng trong kho) trừ đi tổng nợ của nó (bao gồm các cổ phiếu ưu đãi và nợ dài hạn).

[190]. Còn gọi là lợi thế thương mại. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[191]. Biên lợi nhuận: tỷ lệ giữa doanh số (tiền bán hàng thu được) và chi phí của sản phẩm bán ra, thường được tính theo tỷ lệ phần trăm. Nó cho biết trong mỗi đồng doanh số có bao nhiêu đồng lợi nhuận. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

Ị 92Ị . Từ năm 1975 tới năm 1983, các chứng khoán nho ("hạng hai") đã có kết quả vượt qua các chứng khoán lớn với một con số trung bình đáng kinh ngạc là 17,6 điểm phần trăm một năm. Công chúng đầu tư háo hức đón nhận tất cả những chứng khoán nhỏ, các công ty đầu tư tương hỗ đưa ra hàng trăm quỹ mới chuyên về chúng, thế là các chứng khoán nhỏ lại hoạt động kém hơn các chứng khoán lớn tận năm điểm phần trăm mỗi năm trong thập kỷ sau đó. Chu kỳ lại trở lại vào năm 1999, khi mà các chứng khoán nhỏ đã thắng các chứng khoán lớn gần chín điểm phần trăm, khiến các ngân hàng đầu tư lần đầu tiên phải bán hàng trăm chứng khoán công nghệ cao bán chạy cho công chúng. Thay vì có những chữ "electronics" (điện tử), "computers" (máy tính) hay "franchise" (nhượng quyền) trong tên mình, những từ khóa ăn khách mới là ".com", "optical" (quang), "wireless" (không dây), và thậm chí là những tiền tố như "e-" (điện tử) và ấẼl-'! (bảo hộ chống lạm phát). Những từ ăn khách đầu tư luôn trở thành những lưỡi cưa, cưa nát những ai tin vào chúng.

[193]. Các trái phiếu đường sắt mất khả năng thanh toán không còn đem tới những cơ hội đặc biệt vào ngày nay. Tuy nhiên, như đã nêu, các trái phiếu rác khủng hoảng hoặc mất khả năng thanh toán, cũng như các trái phiếu có thể chuyên đổi được phát hành bởi những công ty công nghệ cao, có thể đem tới giá trị thực trong lúc bắt đầu vụ sụp thị trường các năm 2000-2002. Nhưng sự đa dạng hóa trong lĩnh vực này là cốt yếu - và phi thực tế trừ phi bạn có ít nhất 100.000 đô la chỉ để dành cho những chứng khoán bị khủng hoảng. Trừ phi bạn là một triệu phú, kiểu đa đạng hóa này không phải là một lựa chọn.

[194]. Một ví dụ điển hình gần đây là công ty Philip Morris. Chứng khoán của nó mất tới 23% trong hai ngày sau khi một tòa án bang Florida đã ủy quyền cho bồi thẩm đoàn xem xét tiền bồi thường thiệt hại lên tới 200 tỉ đô la mà công ty này phải chịu - cuối cùng, công ty đã thừa nhận rằng thuốc lá có thể gây ra ung thư. Trong một năm, chứng khoán của Philip Morris đã tăng gấp đôi - chỉ sụt giảm lại sau một phán quyết nhiều tỉ đô la ở bang Illinois sau này. Vài chứng khoán khác đã gần như bị phá tan bởi các vụ kiện về trách nhiệm, trong đó có công ty Johns Manville, w. R. Grace và USG Corp. Do đó̩ "đừng bao giờ mua chuốc lấy một vụ kiện" vẫn là một quy luật đúng đắn mà hầu hết những các nhà đầu tư, trừ những người gan dạ nhất, nên tuân theo.

|195|. Xem trang 437-440, đề có được ba ví dụ về những tình huống đặc biệt tồn tại vào năm 1971. (Chú thích của tác giả).

[1961. "Sự thật về việc xác định thời điểm", tạp chí Barron's, ngày 5/11/2001, trang 20. Tiêu đề của bài báo này là nhắc nhở có ích về một quy tắc lâu dài đối với nhà đầu tư thông minh. Mỗi khi bạn nhìn thế chữ "truth" (sự thật) trong một bài báo về đầu tư, hãy chuẩn bị tinh thần,ể nhiều trích dẫn trong số các trích dẫn sau đó có khả năng sẽ là nói dối. (Chẳng hạn, một nhà đầu tư mua cổ phiếu vào năm 1966 và giữ chúng đến cuối 2001 sẽ có ít nhất 40 đô la, chứ không phải 11,71 đô la,Ễ nghiên cứu được trích dẫn trong Barron's có vẻ đã bỏ qua sự tái đầu tư cổ tức.) [197]. New York Times, ngày 7/1/1973, mục đặc biệt "Điều nghiên kinh tế", các trang 2,19, 44.

[1981. Thông cáo báo chí, "Đây là thời điểm tốt để tham gia vào thị trường, R.M. Leary & Company nói.", ngày 3 tháng 12 năm 2001.

[199]. Bạn cũng có thể tiết kiệm hàng nghìn đô la chi phí đăng kí mua tờ tin (chi phí này không được khấu trừ khỏi tính toán về tỷ suất lợi nhuận của các tờ tin này). Và chi phí môi giới và thuế lãi vốn ngắn hạn thường cao hơn nhiều đối với những người xác định thời điểm thị trường so với những nhà đầu tư mua và giữ. về nghiên cứu của trường Duke, hãy xem hai tác giả John R. Graham và Campbell R. Harvey, "Xếp hạng về hiệu quả của các tờ tin xác định thời điểm thị trường ,ấấ Tạp chỉ Phân tích tài chính, tháng 11/12, năm 1997, trang 54-56, cũng có thể xem tại www.duke.edu/~charvey/research.htm.

[200]. Để biết thêm về những cảm quan hợp lý thay thế cho việc xác định thời điểm thị trường-tái cân bằng và bình quân chi phí đô la - hãy xem chương 5 và 8.

Ị201Ị. Carol J. Loomis, "Ảo tưởng 15%", Fortune, ngày 5/2/2001, trang 102-108.

[2021. Xem Jason Zweig, "Vấn đề kỳ vọng", Money, tháng 1/ 2001, trang 49-50.

[2031. Louis K. C. Chan, Jason Karceski, và Josef Lakonishok, "Mức độ và sự liên tục của tốc độ tăng trưởng," Cơ quan Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia, Bài nghiên cứu số 8282, tháng 5/2001, có thể xem tại www.nber.org/papers/w8282.

[204]. Gần 20 năm trước, vào tháng 10/1982, chứng khoán Johnson & Johnson mất 17,5% giá trị của nó trong một tuần khi có vài người chết sau khi uống thuốc Tylenol đã bị pha xyanua bởi một người ngoài vô danh. Johnson & Johnson đã phản ứng bằng cách đi đầu trong dùng vỏ hộp chống làm giả, và chứng khoán của nó đã trở thành một trong những đầu tư tuyệt nhất trong những năm 1980.

Ị205Ị. Để có được nhận định rằng việc giữ được vị trí trên danh sách Forbes 400 là vô cùng khó, tôi phải cảm tạ nhà quản lý đầu tư Kenneth Fisher (bản thân ông cũng là một người viết bài cho Forbes).

[206]. Có lẽ là trừ những kế hoạch bình quân giá phí đô la được bắt đầu với mức giá vừa phải. (Chủ thích của tác giả).

[207]. Vào cuối những năm 1990, dự báo của những "nhà chiến lược thị trường" trở nên có tầm ảnh hưởng hơn bao giờ hết. Tiếc thay, những dự báo ấy lại không trở nên chính xác hơn. Vào ngày 3/10/2000, ngày đầu tiên mà chỉ số tổng hợp NASDAQ đạt được mức cao kỷ lục là 5048,62, nhà phân tích kỹ thuật cấp cao của công ty Prudential Securities đã nói trong tạp chí USA Today (Nước Mỹ ngày nay) rằng ông trông đợi NASDAQ sẽ đạt 6.000 điểm trong vòng 12 đến 18 tháng tới. Năm tuần sau đó, NASDAQ đã teo xuống còn 3321,29 - nhưng Thomas Gavin, một nhà chiến lược thị trường ở Donaldson, Lufkin & Jenrette, đã tuyên bố rằng "NASDAQ chỉ có 200 hoặc 300 điểm ở phía đi xuống, và 2000 ở phía đi lên." Hóa ra là không có điểm nào ở phía đi lên và hơn 2.000 điểm ở phía đi xuống, vì NASDAQ tiếp tục sụp đổ cho đến khi nó vét đáy ở mức 1114,11 vào ngày 9/10/2002. Vào tháng 3/ 2001, Abby Joseph Cohen, nhà chiến lược đầu tư cấp cao của công ty Goldman, Sachs & Co.f đã dự báo rằng chỉ số 500 chứng khoán của s & p sẽ ở mức 1.650 khi kết thúc năm ấy và chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones sẽ là 13.000 điểm khi kết thúc năm 2001. "Chúng tôi không trông thấy sự suy thoái," Cohen nói, g"Và tin rằng lợi nhuận các công ty sẽ tăng gần tới các mức tăng trưởng xu hướng vào cuối năm nay." Kinh tế Mỹ chìm dãn vào suy thoái ngay khi bà đang nói, và kết thúc năm 2001 thì s & p 500 ở mức 1148,08, trong khi chỉ số Dow là 10,021,50 - lần lượt thấp hơn dự đoán của bà là 30% và 23%.

[208]. Xem trang 17.

[209]. Nhưng theo Robert M. Ross, chuyên gia về lý thuyết Dow, hai tín hiệu mua cuối cùng, được thấy vào tháng 12/1966 và tháng 12/1970, thấp hơn rất nhiều so với các điểm mua trước đó. (Chú thích của tác giả).

[210]. Nếu không có thị trường giá xuống khiến giá chứng khoán giảm, bất cứ ai đang chờ đề "mua thấp" cũng sẽ cảm thấy bị bỏ lại hoàn toàn - và điều hay xảy ra là anh ta cuối cùng sẽ từ bỏ hết mọi sự thận trọng trước đó và nhảy cả hai chân vào. Đó là lý do vì sao thông điệp của Graham về tầm quan trọng của kỳ luật tâm lý lại quan trọng đến thế. Từ tháng 10/1990 đến tháng 1/2000, chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones đã tăng lên không ngừng, không bao giờ mất hơn 20% và chỉ chịu lỗ 10% hoặc cao hơn có ba lần. Tổng lợi nhuận (không tính cổ tức): 395,7%. Theo công ty Crandall, Pierce & Co., đây là lần thị trường đi lên không ngắt quãng dài thứ hai trong thế kỷ vừa qua,ễ chỉ có lần bùng nổ các năm 1949-1961 là kéo dài hơn. Một thị trường đi lên càng kéo dài thì những nhà đầu tư sẽ càng bị nhiễm chứng hay quên nặng hơn; sau năm năm trở lên, nhiều người không tin rằng còn tồn tại thị trường giá xuống. Tất cả những ai quên đều sẽ phải được nhắc nhở; và trong thị trường chứng khoán, những ký ức được gợi lại bao giờ cũng không hay.

|211|Ễ Graham phân tích về "phương châm được đề xuât" này trong chương 4 (trang 107-110). Phương châm này hiện giờ được gọi là "sự phân bổ tài sản mang tính chiến thuật" và được nhiều tổ chức đầu tư như các quỹ lương hưu và quỹ quyên tặng đại học làm theo.

[212]. Nhiêu người trong số những "người áp dụng kế hoạch theo công thức" này rồi sẽ bán hết những cổ phiếu của mình vào cuối năm 1954, sau khi thị trường cổ phiếu Mỹ tăng

52,6%, tỷ suất lợi nhuận hằng năm cao thứ hai được ghi nhận cho tới lúc đó. Trong năm năm sau đó, những người căn thị trường cũng có khả năng phải đứng ngoài lề khi mà giá cổ phiếu tăng gấp đôi.

[2131. Các cách kiếm tiền dễ dàng trong thị trường chứng khoán mất tác dụng vì hai lý do: xu hướng chung của các trào lưu là đảo ngược sau một thời gian, tức "hồi quy về trung vị", và việc một lượng lớn người nhanh chóng áp dụng phương thức chọn chứng khoán, những người đổ xô vào và làm hỏng hết niềm vui của những người đến trước. (Lưu ý rằng, khi nói tới "trải nghiệm buồn" của mình, Graham đã - và luôn - thành thực trong việc nhận lỗi của mình.) Hãy xem Jason Zweig, "Murphy đã từng là nhà đầu tu", Money, tháng 7/2002, trang 61-62, và Jason Zweig, "Vở kịch Năm Mới," Money, tháng 12/2000, trang 89-90.

[214] . Tương đương ngày nay của những gì mà Graham gọi là những "công ty hàng thứ hai" là hàng nghìn các chứng khoán không được liệt kê trong chỉ số 500 chứng khoán Standard & Poor's. Một danh sách được sửa đổi thường xuyên của 500 chứng khoán trong chỉ số s & p có tại www.standardandpoors.com.

|215|. Hãy lưu ý cần thận những gì Graham nói ở đây. Điêu không chỉ có thể xảy ra, mà còn rất có thể xảy ra, là hầu hết cổ phiếu bạn sở hữu sẽ tăng giá ít nhất 50% từ mức giá thấp nhất và mất giá trị ít nhất 33% từ mức giá cao nhất của chúng - bất kể bạn sở hữu cổ phiếu nào và thị trường xét tổng thể đi lên hay đi xuống. Nếu bạn không chịu được cái đó - hoặc bạn nghĩ rằng danh mục đấu tư của bạn thoát khỏi cái đó theo một cách diệu kỳ nào đó - thì bạn chưa thể gọi là một nhà đàu tư. (Graham nói đến sự giảm giá 33% là "tương đương một phần ba", vì một sự tăng giá 50% khiến một cổ phiếu 10 đô la trở thành 15 đô la, rồi sự giảm giá 33% [tức giảm 5 đô la] lại đưa nó quay về 10 đô la, là điểm xuất phát.) [216]. Với nhà đầu tư ngày nay, chiến lược lý tưởng để theo đuổi "công thức" này là tái cân bằng, mà chúng tôi đã phân tích ở trang 124-125.

[217]. Hầu hết các công ty ngày nay cung cấp "chứng chỉ cổ phiếu có dấu chìm" chỉ theo yêu cầu đặc biệt. Các chứng khoán hầu hết tồn tại dưới dạng điện tử hoàn toàn (giống như tài khoản ngân hàng của bạn gồm tín dụng và nợ được máy tính hóa, không phải tiền thật) và do đó dễ kinh doanh hơn là vào thời của Graham.

[218]. Giá trị tài sản ròng (net asset value), giá trị trên sổ sách (book value), giá trị trên bảng tổng kết tài sản (balance-sheet value), và giá trị tài sản hữu hình (tangible-asset value) đèu là từ đồng nghĩa với giá trị ròng (net worth), tức tổng giá trị của các tài sản vật chất và tài chính của công ty trừ đi toàn bộ nợ của nó. Nó có thể được tính ra bằng các dùng những bảng tổng kết tài sản trong các báo cáo hằng năm hoặc hằng quý của công ty; là lấy tổng số vốn cổ phần mà các cổ đông sở hữu, trừ hết những tài sản "m'ẽm" như đặc quyền kế nghiệp (sự tín nhiệm), thương hiệu, và các tài sản vô hình khác, sau đó chia cho số cổ phần đã pha loãng hoàn toàn vẫn đang lưu hành để ra được giá trị sổ sách của mỗi cổ phần.

Ị219Ị. Việc Graham sử dụng từ "nghịch lý" có lẽ là gợi tới một bài báo kinh điển của David Durand, "Các cổ phiếu tăng trưởng và nghịch lý Petersburg", The journal of Finance, tập XII, số 3, tháng 9/1957, trang 348-363, trong đó, so sánh việc đầu tư vào các cổ phiếu tăng trưởng có giá cao với việc cá cược vào một loạt tung đồng xu mà mỗi lần xu tung lên là tiền trả lại tăng lên. Durand đã chỉ ra rằng nếu một cổ phiếu tăng trưởng có thể tiếp tục phát triển với mức độ cao trong một khoảng thời gian vô hạn, một nhà đầu tư nên (trên lý thuyết) sẵn sàng trả một mức giá vô hạn cho các cổ phần của nó. Vậy thì tại sao chưa bao giờ có một chứng khoán nào bán với giá vô hạn đô la mỗi cổ phần? Bởi vì mức tăng trưởng tương lai dự kiến được trông đợi càng cao, và khoảng thời gian mà nó được trông đợi xảy ra càng dài, thì dung sai càng lớn, và giá của thậm chí một tính toán sai sót nhỏ xíu càng cao. Graham nói thêm về vấn đề này trong Phụ lục 4 (trang 631).

[220]. Lịch sử gần đây hơn của A & p không khác mấy. Vào cuối năm 1999, giá cổ phiếu của nó là 27,875 đô la; vào cuối năm 2000 là 7 đồ la,ế một năm sau là 23,78 đô la; vào cuối năm 2002 là 8,06 đô la. Mặc dù sau đó những sai sót kế toán ờ A & p đã sáng tỏ, nó đi ngược lại hoàn toàn với logic cho rằng giá trị của một công ty tương đối vững chắc như cửa hàng tạp hóa có thể giảm ba phần tư trong một năm, tăng gấp ba lần trong năm tiếp theo, rồi sau đó lại giảm hai phần ba trong năm sau đó.

[221]. "Chỉ đến chừng mực phù hợp với sổ sách của anh ta" nghĩa là "chỉ đến chừng mực mà mức giá đủ thuận lợi để hậu thuẫn cho việc bán chứng khoán đó". Theo ngôn ngữ môi giới truyền thống, "sổ sách" là cuốn sổ cái ghi những cổ phần nắm giữ và giao dịch của nhà đầu tư .

Ị222Ị. Đây có thế nói là đoạn văn quan trọng nhất trong toàn bộ cuốn sách của Graham. Trong 174 chữ này Graham đã tóm tắt kinh nghiệm của cả đời mình. Bạn không thể đọc quá nhiều lần những chữ này; chúng là khắc tinh của thị trường giá xuống. Nếu bạn giữ chúng bên mình và để chúng hướng dẫn bạn trong suốt cả cuộc đời đầu tư, bạn sẽ sống sót cho dù thị trường quẳng cho bạn cái gì.

[2231. Graham còn nói nhiều hơn về những gì ngày nay được gọi là "quản trị công ty" (corporate governance). Xem phần bình luận của chương 19.

[2241. Do cái mà Graham gọi là "quy luật của sự ngược lại", vào năm 2002, hoa lợi của các trái phiếu kho bạc Mỹ dài hạn đã chạm mức thấp nhất kể từ năm 1963. Vì tỷ suất lợi tức của trái phiếu chuyển động ngược với giá, tỷ suất lợi tức thấp đó có nghĩa là giá đã tăng lên - khiến các nhà đầu tư háo hức nhất mua ngay khi trái phiếu đang đắt nhất và mức sinh lợi tương lai của chúng gần như đảm bảo sẽ thấp. Điều này cung cấp thêm một chứng cứ về bài học của Graham rằng nhà đầu tư phải từ chối đưa ra những quyết định dựa trên dao động thị trường.

[225]. Một phân tích đã cập nhật cho bạn đọc ngày nay, giải thích về tỷ suất lợi tức hiện tại và nhiều loại trái phiếu và quỹ trái phiếu đa dạng hơn ngày nay, có thể tìm đọc ở phần bình luận của chương 4.

[226]. Ba đánh giá cao nhất cho trái phiếu và chứng khoán ưu tiên là Aaa, Aa, và A, được Moody's sử dụng, và AAA, AA, và A, được Standard & Poor's sử dụng. Có những đánh giá khác nữa, đi xuống tới D. (Chú thích của tác giả).

[227]. Ý tưởng này đã áp dụng ít nhiều ở châu Âu - ví dụ, công ty điện năng của nhà nước Ý đã áp dụng nó vào những "phiếu nợ đảm bảo có mức lai suất thả nổi" đáo hạn vào năm 1980. Vào tháng 6/1971, nó đã quảng cáo ở New York rằng mức lai suất hằng năm được trả từ đó trở đi trong sáu tháng tới sẽ là 8,125%. Một cải biến lỉnh hoạt khác được ngân hàng The Toronto-Dominion Banks thực hiện với các "phiếu nợ 7%-8%", đáo hạn năm 1991, chào bán vào tháng 6/ 1971. Các trái phiếu trả mức 7% cho tới tháng 7/1976 và 8% từ sau đó, nhưng cổ đông có quyền chọn nhận vốn của mình vào tháng 6/1976. (Chú thích của tác giả).

|228|. Nhưng đã nói trong các phần bình luận của chương 2 và chương A_m các trái phiếu kho bạc được bảo vệ chống lạm phát, tức TIPS, là một phiên bản mới và cải tiến của những gì Graham đang nói tới ở đây.

[229]. Tiến sỹ Jekyll là nhân vật đa nhân cách trong tác phẩm Trường hợp kỳ Ị ạ của Tiến sỹ Je kyII và Ngài Hyde của nhà văn Anh Robert Louis Stevenson, ớ cùng một người, Tiến sỹ Jekyll hiển hiện vào ban ngày và Ngài Hyde hiển hiện vào ban đêm. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[230]. Xem đoạn văn của Graham ở trang 231-233.

[231]. Như Graham đã nói đến trong một loạt bài báo kinh điển vào năm 1932, cuộc Đại Suy thoái đã khiến cổ phần của hàng tá các công ty giảm xuống dưới giá trị của tiền mặt và những tài sản thanh khoản khác của họ, khiến chúng "khi chết có giá hơn là khi sống."

[2321. Thông cáo báo chí của Spectrem Group, "Các nhà tài trợ cho kế hoạch đã thua trong trận đánh nhằm ngăn cản sự tham dự giảm dần vào các kế hoạch đóng góp đã định", ngày 25/10/2002.

[233]. Một vài tháng sau, vào ngày 10/3/2000 - chính cái ngày mà NASDAQ đạt mức cao kỷ lục của nó - "chuyên gia" kinh doanh trực tuyến James J. Cramer viết rằng anh ta đã "liên tục" bị hấp dẫn trong những ngày gãn đây để bán tháo Berkshire Hathaway, một lời cá cược rằng chứng khoán của Buffet sẽ còn giảm nữa. Cramer còn tuyên bố rằng cổ phần của Berkshire "đủ chín để đập". Cùng ngày hôm đó, nhà chiến lược thị trường Ralph Acampora của công ty Prudential Securities đã hỏi: "Norfolk Southern hay Cisco Systems: Bạn muốn mình ờ đâu trong tương lai?" Cisco, chiếc chìa khóa dẫn lên đường cao tốc Internet của tương lai, có vẻ như lấn át hoàn toàn Norfolk Southern, một phần của hệ thống đường sắt của quá khứ. (Trong năm sau đó, Norfolk Southern tăng 35% trong khi Cisco giảm 70%.) |234| .

Khi được hỏi rằng điều gì ngăn cản sự thành công của hầu hết các nhà đầu tư cá nhân, Graham đã đưa ra một câu trả lời chính xác: "Nguyên nhân thất bại chính là họ chú ý quá nhiều vào những gì thị trường hiện đang làm." Hãy đọc "Benjamin Graham: Suy nghĩ về phân tích chứng khoán" [ghi lại buổi thuyết giảng tại Trường kinh doanh của Đại học Đông Bắc bang Missouri, tháng 3/1972], Tạp chí Financial History (Lịch sử Tài chính), số 42, tháng 3/1991, trang 8.

[235]. Không cần biết những khái niệm có nghĩa gì, hay phải có nghĩa gì. Trong khi ngoài cộng chúng những phân loại này rất được coi trọng, thì khi nói riêng với nhau, hầu hết những người trong giới đầu tư coi thường những khái niệm này và gán chúng với những câu đùa chẳng buồn cười tí nào.

[2361. Hãy đọc bài báo tuyệt hay của Walter Updegrave, "Hãy giữ cho điều đó là hiện thực", Money, tháng 2/2002, trang 53-56.

[237]. Hãy đọc Jason Zweig, "Bạn đã thắng thị trường chưa?" Money, tháng 1/2000, trang 55-58.

[238]. Khoa thần kinh học về việc đầu tư được khám phá trong bài báo của Jason Zweig, "Bạn có bị ràng buộc vào của cải?" Money, tháng 10/2002, trang 74- 83, cũng có tại trang http://money.cnn.com/2002/09/ 25/pf/investing/agenda_brain_short/index.htm. Hãy đọc thêm Jason Zweig, "Khó khăn với con người," Money, tháng 10/2000, trang 67-70.

[239]. Cũng đáng hỏi thêm là bạn có thoải mái sống trong nhà mình không nếu giá thị trường của nó được thông báo đến từng xu một mỗi ngày trên báo và ti vi.

|240|. Trong một loạt các thí nghiệm ấn tượng vào cuối những năm 1980, một nhà tâm lý học của trường đại học Columbia và Harvard là Paul Andreassen cho thấy rằng những nhà đầu tư nào cập nhật tin tức liên tục về chứng khoán của mình kiếm chỉ được bằng một nửa số lợi nhuận của những nhà đầu tư không có chút tin tức nào. Xem Jason Zweig, "Here's How to Use the News and Tune Outthe Noise," Money, tháng 7/ 1998, trang 63-64.

[241]. Luật thuế Liên bang có thể sửa đổi thường xuyên. Ví dụ về chứng khoán của Coca-Cola đưa ra ở đây đúng với bộ luật thuế Hoa Kỳ vào đầu năm 2003.

[242]. Ví dụ này giả thiết nhà đầu tư không hiện thực hóa lãi vốn vào năm 2002 và không tái đầu tư bất cứ cổ tức Coca nào. Việc hoán đổi thuế không được coi nhẹ, vì chúng có thể dễ dàng bị xử lý nhầm. Trước khi thực hiện việc hoán đổi thuế, hãy đọc Thông báo số 550 của 1RS (www.irs.gov/pub/irspdf/p550.pdf). Một hướng dẫn tốt về việc quản lý thuế đầu tư của bạn là cuốn sách của Robert N. Gordon và Jan M. Rosen Wall Street Secrets for Tax-Efficient Investing (Những bi mật của Phố Wall về đầu tư có hiệu quả về mặt thuế)M Bloomberg Press, Princeton, New Jersey, 2001.) Cuối cùng, trước khi bạn bóp cò, hãy tham khảo một nhà cố vấn thuế chuyên nghiệp.

[243]. Sẽ là sự vi phạm luật Liên bang nếu một quỹ đầu tư tương hỗ mở, quỹ đóng, hay một quỹ trao đổi giao dịch bán cổ phiếu cho công chúng khi mà nó chưa "đăng ký" (tức là nộp hồ sơ tài chính bắt buộc) cho SEC.

[244]. Ngành kinh doanh quỹ đầu tư đã đi từ "rất lớn”

tới khổng lồ. Vào cuối năm 2002, có 8.279 quỹ đầu tư tương hỗ giữ 6,56 ngàn tỉ đô la,[Ê] 514 quỹ đóng với 149,6 tỉ đô la tài sản, và 116 quỹ trao đổi giao dịch, hay còn gọi là ETF (exchange-trade fund), với tổng tài sản 109,7 tỉ đô la. Những con số này bao gồm cả các hình thức đầu tư kiểu quỹ như niên kim biến đổi (variable annuity), và những công ty tín thác đầu tư theo suất (unit investment trust).

|245|. Danh sách cách loại quỹ tương hỗ lớn có tại www.ici.org/pdf/g2understanding.pdf và http://news.morningstar.com/fundReturns/ CategoryReturns.html. Các quỹ cổ phiếu thư (letter- stock fund) không còn tồn tại nữa, trong khi các quỹ phòng vệ thường bị SEC cấm bán cổ phiếu cho bất cứ nhà đầu tư nào thu hằng năm dưới 200.000 đô la hoặc có giá trị tài sản ròng dưới 1 triệu đô la.

[246]. Mức phí bán luôn được ghi ờ dạng phân trăm của giá bán, mà giá bán bao gồm mức phí, khiến cho mức phí có vẻ thấp hơn so với khi tính theo giá trị tài sản ròng. Chúng tôi coi đây là mánh lới về doanh số không xứng đáng trong ngành kinh doanh đáng kính này. (Chú thích của tác giả).

|247| . Ngày nay, phí bán tối đa của một quỹ chứng khoán thường vào khoảng 5,75%. Nếu bạn đầu tư 10.000 đô la vào một quỹ với mức chi phí bán đồng mức 5,75%, thì 575 đô la sẽ thuộc về người (và công ty môi giới) đã bán chứng khoán cho bạn, và bạn còn khoản đàu tư thuần ban đầu là 9.245 đô la. Mức phí bán 575 đô la thật ra là 6,1% của khoản tiền đầu tư thực, đó là lý do vì sao Graham gọi cách tính phí thông thường là "mánh lới bán hàng". Kể từ năm 1980, những quỹ không cộng phí bán đã trở nên phổ biến, và hiện giờ chúng không còn nhỏ hơn các quỹ có cộng phí nữa.

[248]. Ngày nay, hầu hết các quỹ tương hỗ đều bị đánh thuế dưới dạng "công ty đầu tư trung gian", viết tắt là RIC (regulated investment company), được miễn thuế thu nhập công ty, miễn là nó chi trả hầu như toàn bộ lợi nhuận của mình cho những người nắm giữ cổ phần. Với lựa chọn mà Graham loại bỏ để "tránh ôm đồm lộn xộn", một quỹ có thể yêu cầu SEC sự cho phép đặc biệt để phát hành một trong những phần nó nắm giữ trực tiếp cho người nắm giữ cố phần của quỹ - giống như những gì công ty Graham- Newman (GEICO) của ông đã làm vào năm 1948: chia những cổ phiếu của GEICO thành các suất nhỏ để phát hành cho chính những nhà đầu tư của Graham- Newman. Kiểu phát hành nay vô cùng hiếm.

[249]. Các quỹ hai mục đích (dual-purpose fund), rất phổ biến vào cuối những năm 1980, hầu như đã biến mất khỏi thị trường; đây là một điều đáng tiếc, vì chúng tạo ra cho các nhà đầu tư một cách linh hoạt hơn để lợi dụng các kỹ năng của những người chọn chứng khoán

tuyệt vời, như_John Neff. Có lẽ thị trường giá xuống gần đậy sẽ dẫn tới việc xuất hiện trở lại công cụ đầu tư hấp dấn này.

[250]. Các "quỹ hiệu quả" (performance fund) cực kỳ thịnh hành vào cuối những năm 1960. Chúng tương đương với những quỹ tăng trưởng táo bạo vao CUỐI những năm 1990, nhưng cũng chang phục vụ tốt gì hơn cho các nhà đầu tư.

[251]. Trong những giai đoạn dài tới 10 năm, các tỷ suất lợi nhuận của chỉ số Dow và chỉ số s & p 500 có thể cách nhau khá nhiều. Tuy nhiên, trong một vòng đời đầu tư điển hình - chẳng hạn từ 25 tới 50 năm - tỷ suất lợi nhuận của chúng thường khá gần nhau.

[2521. Một trong những "công ty sắp phá sản" mà Graham nói tới là National Student Marketing Corp. (NSM); một trò lừa đảo ngụy trang dưới dạng chứng khoán, công ty mà thiên sử của nó được kể một cách tuyệt vời trong sách của Andrew Tobias, The Funny Money Game (Trò chơi tiền bạc vui nhộn) (Playboy Press, New York, 1971). Trong số những nhà đầu tư thông minh bị lừa bởi Cort Randall, người sáng lập đãy sức lôi cuốn của NSM, có các quỹ tài trợ của Đại học Cornell và Đại học Harvard, và những bộ phận ủy thác của các ngân hàng nổi tiếng như Morgan Guaranty và Bankers Trust.

[2531. The Money Managers (Các nhà quản Ịý tiền tệ), của G. E. Kaplan và c. Welles, Random House, 1969.

(Chú thich của tác giã).

[254]. Như một chứng cớ gần đây nhất của câu tục ngữ trên rằng "càng thay đổi thì càng y nguyên", hãy xet Ryan Jacob, một thần đồng 29 tuoỉ, người đã lập nên quỹ Jacob Internet Fund của mình vào cuối năm 1999, sau khi tạo ra mức tỷ suất lợi nhuận 216% với quỹ Internet trước đó của mình. Các nhà đầu tư đã đố gần 300 triệu đô la vào quỹ của Jacob vào một vài tuần đầu của năm 2000. Quỹ này sau đó đã mất 79,1% vào năm 2000, 56,4% vào năm 2001, và 13% vào năm 2002 - sự sụt giá tổng cộng là 92%. Thua lỗ đó có lẽ đã làm cho các nhà đầu tư của Jacob trở nên già hơn và thông thái hơn là nó đã làm cho anh ta.

[2551. Thú vị thay, sự bùng phát rồi nổ tai hại của những năm 1999-2002 cũng đã đến khoảng 35 năm sau chu kỳ điên rồ trước đó. Có lẽ cần khoảng 35 năm để những nhà đẩu tư nào nhớ tới sự điên cuồng của "Nèn kinh tế mới" trước đó trở nên ít bị ảnh hưởng hơn so với những người không nhớ. Nếu linh cảm này đúng, nhà đầu tư thông minh nên đặc biệt thận trọng vào khoảng năm 2030.

[256]. Xem định nghĩa "cổ phiếu thư" ở trang 17. (Chú f2571. Tên một cuốn sách được xuất bản lần đầu vào năm 1852. Cuốn sách đã mô tả vụ "Bong bóng South Sea", cơn sốt hoa tuy líp; và những lần sốt đầu cơ khác trong quá khứ. Nó được tái bản vào năm 1932 bởi Bernard M. Baruch, có lẽ là nhà đầu tư liên tiếp thành công trong thời hiện tại. Nhận xét[É]. Điều này là mất bò mới lo làm chuồng. Cuốn Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds (Các ảo tưởng phổ biến lạ thường và sự điên rồ của đám đông) (Metro Books, New

York, 2002) của Charles Mackay được xuất bản Jan đầu vào năm 1841. Nó không phải một cuốn dễ đọc, cũng không phải hoàn toàn chính xác, nó là cái nhìn tống quát về cách mà rất nhiều người có thể tin vào những thứ rất ngớ ngấn —ví dụ như sắt có thể được biển đoi thành vang, quỷ thường hiện lên vào những buổi tối thứ sáu, và việc trở nên giàu có nhanh chóng trong thị trường chứng khoán là chuyện có thể. Để có mọt bài tường thuật thực tế hơn, hãy đọc cuốn sách của Edward Chancellor: Devil Take the Hindmost (Khôn sống mống chết) (Farrar, Straus & Giroux, New York, 1999); để xem một cuốn nhẹ nhàng hơn, hãy thử đọc sách của Robert Menschel: Markets, Mobs and Mayhem: A Modern Look at the Madness of Crowds (Thị trường, đám đông bát nháo và sự lộn xộn.ắ Một cái nhìn hiện đại vào sự điên rò của đám đông) (John Wiley & Sons, New York, 2002). (Chú thich của tác giả).

[258]. Tương đương của ngày nay với các "ngoại lệ hiếm hoi" của Graham thường là những quỹ mở; bị đóng đối với những nhà đầu tư mới - tức là các nhà quản lý không nhận thêm tiền nữa. Trong khi việc này giảm chi phí quản lý mà họ có thể kiếm được, nó lại tối đa hóa tỷ suất lợi nhuận mà những người nắm giữ cò phần đã có của họ có thể nhận được. Do hầu hết những người quản lý quỹ thường muốn đi tìm số 1 hơn la trở thành số 1, việc đóng cửa một quỹ đối với các nhà đầu tư mới là một bước hiếm hoi và can đảm.

[259]. Tác giả tính như sau: tỷ suất lợi nhuận của nhà đầu tư B nếu giá bán cổ phiếu của anh ta không thay đổi là 85% + 30% - 1,5% (chi phí hoa hồng) = 113,5°/Ố,Ê muốn có kết quả lợi nhuận như nhà đầu tư A (thu về 100% giá trị tài sản) thì giá bán cổ phiếu của anh ta phải giảm đi 113,5% -100% =13,5%, còn 86,5% - 13,5% = 73%. (Chú thich của người dịch vả Ban biên tập tiếng Việt).

[260]. Các quỹ khu vực ngành đầu tư chuyên môn hóa vào hầu như mọi ngành có thể tưởng tượng được miễn là đang tồn tại - và chúng đã có từ những năm 1920. Sau gần 80 năm lịch sử, cac bằng chứng quá rõ ràng: Ngành kiếm được nhiều tiền nhất, và do đó được ưa chuộng nhất, của bất cứ năm nào thường sẽ trở thành ngành hoạt động tệ nhất trong năm sau đó. Cũng giống như nhàn cư vi bất thiện, các quỹ khu vực ngành là ke thù của nhà đầu tư.

[2611. Có quá nhiều nghiên cứu về hoạt động kết quả của quỹ đàu tư tương hỗ để trích dẫn. Một vài bản tóm tắt và các đường dẫn hữu ích có thể tìm thấy tại www.investorhome. com/mutual. htm#do; www.ssrn.com (gõ chữ "mutual fund" vào ô tìm kiếm), và www.stanford.edu/-wfsharpe/art/art.htm.

[262]. Nói thế không có nghĩa là những quỹ này sẽ hoạt động tốt hơn nếu các nhà đầu tư "siêu sao" của họ ở lại; tất cả những gì chúng tôi có thể chắc chắn là hai quỹ đó đã hoạt động kém đi khi không có họ nữa.

f2631. ở đây còn có một lý do thứ hai: Để thành công, nhà đầu tư cá nhân phải tránh việc mua từ cùng một danh sách các chứng khoán được ưa chuộng đã được những tổ chức lớn chọn, hoặc phải sở hữu chúng một cách kiên nhẫn hơn nhiều. Hãy đọc Erik R. Sirrỉ và Peter Tufa no, "Sự tìm kiếm tốn kém và các luồng quỹ tương hỗ," The Journal of Finance, tập 53,

số 8, tháng 10/1998, trang 1589-1622; Keith c. Brown, w. V. Harlow, và Laura Starks, "Về các vòng thi đấu và sự quyến rũ," The Journal of Finance, tập 51, số 1, tháng 3/1996, trang 85-110; Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, và Robert Vishny, "Các nhà quản lý tiền tệ làm gì?" bài nghiên cứu, Đại học Illinois, tháng 2/ 1997,[ễ] Stanley Eakins, Stanley Stansell, và PauỊ Gompers và Andrew Metrick, "Các nhà đầu tư tổ chức và giá chứng khoán," Ọuartely Journal of Economics, tập 116, số 1, tháng 2/2001, trang 229-260.

[2641. Một cách đáng kinh ngạc, minh họa này lại đánh giá thấp đi lợi thế của các quỹ đầu tư theo chỉ số, vì cơ sở dữ liệu mà các con số nay được lấy không bao gồm báo cáo của hàng trăm quỹ đã biến mất trong các khoảng thời gian này. Nếu được đo một cách chính xác hơn, lợi thế của các chỉ số sẽ áp đảo.

f2651. Hãy đọc Benjamin Graham, Benjamin Graham: Memoirs of the Dean of Wall street (Benjamin Graham[ấ]. HÒI ký của một trưởng lão trên Phố Wall) , Seymour Chatman chủ biên (McGraw-Hill, New York, 1996), trang 273, và Janet Lowe, The Rediscovereo Benjamin Graham: Selected Writings of the Wall Street Legend (Benjamin Graham được phát hiện lại: Tuyển tập của một huyền thoại Phố Wall) (John Wiley & Sons, New York, 1999) trạng 273. Như Warren Buffet đã ghi trong báo cáo hằng năm năm 1996 của mình: "Hầu hết cac nhà đầu tư, cả cá nhân lẫn tổ chức, sẽ thấy rằng cách tốt nhất để sở hữu chứng khoán là thông qua một quỹ đầu tư theo chỉ số có chi phí tối thiểu. Những ai đi theo cách này chắc chắn sẽ vượt qua được các kết quả ròng (sau khi tính phí và Wertheim, 'Thành phần của danh mục đầu tư tổ chức/' Ọuartely Review of Economics and Finance , tập 38, số 1, mùa xuân, năm 1998, trang 93-110; Paul chi phí hoạt động) đạt được bởi phần lớn các chuyên gia đầu tư . (Hãy xem www.berkshirehathaway.com/ 1996ar/1996.html.) [266]-Danh sách đầy đủ các công ty tạo thành chỉ số s & p 500 có tại www.standardandpoors.com.

[267]. Hãy đọc Noel Capon, Gavan Fitzsimons, và Russ Alan Prince, "Một phân tích mức riêng rẽ về quyết định đầu tư của các quỹ tương hỗ," Journal oí Financial Services Research (Tạp chí Nghiên cứu dịch vụ tài chính), tập 10, năm 1996, trang 59-82,[ẩ] Viện Nghiên cứu công ty đầu tư, "Tìm hiểu việc sử dụng thông tin và nhà tư vấn của các cổ đông hiểu biết", số Mùa Xuân, năm 1997, có tại www.ici.org/pdf/ rpt_undstnd_share.pdf, trang 21,[Ê] Gordon Alexander, Jonathan Jones, và Peter Nigro, "Các cổ đông của quỹ hỗ tương: đặc điểm, kiến thức của nhà đầu tư và nguồn thông tin," bài nghiên cứu occ, tháng 12/1997, có tại www.occ.treas.gov/ftp/workpaper/wp97- 13.pdf.

f2681. Các nhà đầu tư có thể dễ dàng tìm những quỹ đạt các giới hạn chi phí này bằng cách dùng các công cụ lọc quỹ tại www.morningstar.com và http://money.cnn.com.

[269]. Hãy đọc Matthew Morey, "Xếp hạng các công ty xếp hạng: Khảo sát về dịch vụ xếp hạng các quỹ tương hỗ," Journal of Investment Consulting (Tạp chí tư vấn đầu tư), tập 5, số 2, tháng 11/12, năm 2002. Mặc dù các đánh giá sao của nó là một dự đoán kém về các tỷ suất lợi nhuận tương lai, Morningstar là nguồn thông tin tốt nhất về các quỹ cho nhà đầu tư cá nhân.

[270]. Không giống như một quỹ tương hỗ, một quỹ đóng không phát hành những cổ phiếu mới trực tiếp cho những ai muốn mua. Thay vào đó, một nhà đầu tư phải mua các cổ phiếu không phải từ chính quỹ, mà là từ một cổ đông khác muốn bán chúng. Do đo, các mức giá của cổ phiếu dao động trên và dưới giá trị tài sản ròng của chúng, dựa vào cung và cầu.

[2711. Để biết thêm thông tin, hãy xem www.morningstar.com và www.etfconnect.com.

[2721. Khác với các quỹ tương hỗ, các quỹ chỉ số ETF phải chịu phí hoa hồng chứng khoán tiêu chuẩn khi bạn mua và bán chúng - và các phí này được được quyết định qua những lần mua thêm hay các cổ tức được tái đầu tư. Chí tiết có tại www.ishares.com, www.streettracks.com,www.amex.com và www.indexfunds.com.

[273]. Hãy đọc báo cáo ngày 30/6/1999 của Sequoia tại www.sequoiafund.com/Reports/Quarterly/ SemiAnn99.htm. Quỹ Sequoia đã đóng cửa với các nhà đầu tư mới kế từ năm 1982, một điều càng củng cố hoạt động xuất sắc của nó.

[274]. Trích Jason Zweig, "Điều gì các nhà đầu tư quỹ thực sự cần phải biết," Money, tháng 6/2002, trang 110-115.

[275]. Hãy đọc phỏng vấn của Ellis với Jason Zweig, "Người thông thái nhất Phố Wall," Money, tháng 6/ 2001, trang 49-52.

[276]. Danh sách các nguồn tư vấn đầu tư hiện giờ vẫn "hỗn tạp" như vào lúc Graham viết. Một bài điều tra các nhà đầu tư vào cuối năm 2002 thực hiện bởi Securities Industry Association, một công ty trên Phố Wall đã cho thấy rằng 17% các nhà đầu tư dựa nhiều nhất vào vợ/chồng mình hoặc một người bạn; 2% dựa vào một ngân hàng; 16% dựa vào một nhà môi giới; 10% dựa vào các tập san tài chính; và 25% dựa vào nhà hoạch định tài chính của mình. Khác biệt duy nhất so với thời của Graham là giờ đây 8% các nhà đầu tư phụ thuộc nặng nê vào Internet và 3% phụ thuộc vào các kênh truyền hình tài chính. (Xem mvw.sia.com.) [277]. Tính chất của các công ty tư vấn đầu tư và ngân hàng ủy thác không thay đối, nhưng ngày nay họ thường không đưa ra dịch vụ của minh cho những nhà đầu tư có ít hơn 1 triệu đô la tài sản tài chính; trong một số trường hợp, phải có 5 triệu đô la hoặc hơn. Ngày nay, hàng nghìn các công ty hoạch định tài chính độc lập thực hiện những chức năng tương tự, mặc dù (như nhà phân tích Robert Veres nói) quỹ tương hỗ đã thay thế những chứng khoán thượng thặng (blue chip) trong lựa chọn đau tư, và sự đa dạng hóa đã thay thế "chất lượng" làm tiêu chuẩn an toàn.

[278]. Nói chung, Graham là một nhà quan sát cứng rắn và khắt khe nhất mà Phố Wall từng thấy. Tuy nhiên, trong trường hợp hiếm hoi này, ông lại chưa đu khắt khe. Phố Wall có thể có tiêu chuẩn đạo đức cao hơn một số ngành nghề kinh doanh (chẳng hạn như buôn lậu, mại dâm, vận động hành lang ở quốc hội và báo chí), nhưng ngành đầu tư này vẫn đầy những kẻ

dối trá, lừa đảo, và cướp bóc để giữ những nhân viên đăng ký chỗ của quỷ sứ bận rộn một cách khủng khiêp trong nhiều thập kỷ nữa.

[279]. Hàng nghìn người đã mua chứng khoán vào cuối những năm 1990 với niềm tin rằng các nhà phân tích trên Phố Wall đang cung cấp những lời khuyên cộng bằng và giá trị đã học được, theo cách đau đớn, rằng Graham đã nói đúng ra sao ở điếm này.

[280]. Thú vị thay, lời chỉ trích chua cay này, mà vào thời của Graham, ông hướng tới những công ty môi giới có đãy đủ dịch vụ, thì cuối cùng lại áp dụng với những công ty môi giới Internet giá rẻ vào cuối những năm 1990. Những công ty này đã chi hàng triệu đô la vào việc quảng cao hào nhoang để lôi kéo các khách hàng của mình vào việc giao dịch nhiều hơn và nhanh hơn. Hầu hết những khách hàng này cuối cùng phải tự móc túi mình, thay vì trả tiền cho người khac làm hộ - và mức hoa hồng rẻ với kiểu giao dịch đó chỉ là một niềm an ủi kém cỏi cho kết quả. Trong khi đó, những công ty môi giới truyền thống hơn bắt đầu nhấn mạnh vào việc hoạch định tài chính và "quản lý tài sản hợp nhất", thay vì bù đắp cho các công ty môi giới của mình chỉ trên cơ sở số tiền hoa hồng mà họ có thể tạo ra.

[2811 . Điêu này nay vẫn đúng, mặt dù nhiều nhà phân tích giỏi nhất của Phố Wall có danh hiệu là nhà tư vấn tài chính được chứng nhận (CFA). Chứng chỉ CFA được trao bởi Hội Quản lý và Nghiên cứu Đầu tư (trước đây là Liên đoàn các Nhà Phân tích Tài chính) chỉ sau khi ứng cử viên đã hoàn thành nhiều năm học tập nghiêm túc và đã vượt qua được một loạt các kỳ thi khó. Hơn 50.000 nhà phân tích trên thế giới đa được chứng nhận là CFA. Đáng buồn thay, một bài điều tra mới đây của Giáo sư Stanley Block cho thấy rằng hầu hết các CFA bỏ qua những lời dạy của Graham: tiềm năng tăng trưởng xếp cao hơn là chất lượng lợi tức, rủi ro, va phương châm cổ tức trong việc xác định tỷ số P/E, trong khi rất nhiều nhà phân tích lại dựa những đánh giá mua của mình trên giá hiện tại chứ không phải cái nhìn dài hạn về công ty. Hãy đọc Stanley Block, "Một nghiên cứu về các nhà phân tích tài chính: Thực tiễn và lý thuyết," Financial Analysts Journal (Tạp chí Nhà phân tích tài chính) , tháng 7-8l năm 1999, tại www.aimrpubs.org. Như Graham vẫn hay nói, những cuốn sách của ông đã được đọc - và bị ngó lơ - bởi nhiều người hơn bất cứ cuốn sách nào khác về tài chính.

[2821 . Ngày nay rất hiếm khi một nhà phân tích chứng khoán để người thường liên lạc trực tiếp với anh ta. Phần lớn chỉ có "giới quý tộc" thuộc tổ chức đầu tư mới được phép tiếp cận "ngai vàng" của nhà phân tích Phố Wall đầy quyền lực. Một nhà đầu tư cá nhân có lẽ sẽ có chút may mắn khi gọi tới những nhà phân tích làm việc tại các công ty môi giới "địa phương" có trụ sở nằm ngoài thành phố New York. Khu vực quan hệ với nhà đau tư ở các trang web của các công ty giao dịch đại chúng nhiều nhất sẽ đưa ra một danh sách nhà phân tích theo dõi chứng khoán đó. Những trang web như www.zacks.com và www.multex.com giúp truy cập những báo cáo nghiên cứu của các nhà phân tích - nhưng nhà đầu tư thông minh nên nhớ rằng hầu hết các nhà phân tích không phân tích các công ty. Thay vào đó, họ tham gia vào việc dự đoán các mức giá chứng khoán tương lai.

[283]. Những kỳ kiểm tra này được tổ chức bởi Học viện Phân tích Tài chính có Chứng nhận, một nhánh của Liên đoàn các Nhà Phân tích Tài chính. Liên đoàn đó giờ đón nhận những hội thành viên có hơn 50.000 hội viên. (Chú thích của tác giả).

[284]- Benjamin Graham là nguồn lực chính đứng sau việc thành lập chương trình CFA, một thứ mà ông đã ủng hộ trong gần hai thập kỷ cho tới khi nó trở thành hiện thực.

[285]. Hai công ty mà Graham nghĩ tới chắc là công ty Du Pont, Glore, Forgan & Co. và công ty Goodbody & Co. Du Pont (được thành lập bởi những người thừa kế tài sản hóa chất này) được cứu khỏi sự phá sản vào năm 1970 chỉ sau khi nhà doanh nghiệp bang Texas, H. Ross Perot cho công ty này vay hơn 50 triệu đô la; Goodbody, công ty môi giới lớn thứ năm của Hoa Kỳ, có lẽ đã chết vào cuối năm 1970 nếu như công ty Merrill Lynch không mua nó. Công ty Hayden, Stone & Co. cũng đã phá sản nếu như khống được mua lại. Vào năm 1970, không dưới bảy công ty môi giới đã phá sản. Câu chuyện nực cười về sự bành trướng điên cuồng của Phố Wall vào cuối những năm 1960 được kể tuyệt hay trong cuốn sách của John Brook, The Go-Go Years (Những năm phát triển rất bốc) (Nhà xuất bản John Wiley & Sons, New York, 1999).

[286]. NYSE đã áp đặt một số quy tắc quyết liệt về việc định giá (được gọi là tỷ lệ giá trị chứng khoán) thiết kế để giảm thiểu nguy hiểm, nhưng rõ ràng chúng đã không giúp được nhiều. (Chủ thích của tác giả).

[287]. Tài khoản của nhà đầu tư tại công ty môi giới, cho phép nhà đầu tư vay tiền của người (hay công ty) môi giới để mua chứng khoán. (Chú thích của người dịch và ban biên tập tiếng Việt).

f2881. Hầu hết các giao dịch môi giới giờ đây được thực hiện bằng điện tử, và các chứng khoán không còn được "gửi" theo nghĩa vật chất nữa. Nhờ sự thành lập Công ty Bảo vệ Nhà đầu tư Chứng khoán ở Hoa Kỳ, viết tắt là SIPC (Securities Investor Protection Corporation), vào năm 1970, các nhà đầu tư thường chắc chắn sẽ khôi phục lại các giá trị tài khoản đầy đủ của họ nếu công ty môi giới của họ mất khả năng thanh toán. SIPC là một tập đoàn các công ty môi giới được chính phủ chứng nhận; các thành viên đồng ý góp tài sản của mình vào để thanh toán thiệt hại cho các khách hàng của bất cứ công ty nào bị phá sản. Sự bảo vệ của SIPC giúp nhà đầu tư loại bỏ nhu cầu thanh toán và giao chứng khoán thông qua một ngân hàng trung gian, như Graham đã khuyen nghị.

[289]. Các phát hành mới giờ chỉ được bán thông qua một cáo bạch được soạn theo quy định của ủy ban Chứng khoán và Giao dịch. Tài liệu này phải đưa ra tất cả những thông tin thích hợp về phát hành và người phát hành, và can phải cho nhà đầu tư cẩn thận biết đúng bản chất của chứng khoán đang được chào bán. Nhưng chính sự ôm đom dữ liệu thường làm cho cuốn cáo bạch có độ dài gây khó đọc. Thông thường chỉ có một số phần trăm nhỏ các cá nhân khi mua phát hành mới sẽ đọc kỹ cuốn cáo bạch. Do đó, họ vẫn hoạt động chủ yếu dựa vào công

ty bán chứng khoán cho họ hoặc lời khuyên của cá nhân người bán hàng hoặc nhân viên điều hành tài khoản chứ không phải dựa vào đánh giá của chính mình. (Chú thich của tác giả).

f2901 . Những người nghe theo lời khuyên của Graham đã không bị cuốn vào việc mua các IPO Internet vào năm 1999 và 2000.

[291]. Vai trò truyền thống này của các ngân hàng giờ đây phần lớn đã được thay thế bởi các kế toán, luật sư, hoặc nhà hoạch định tài chính.

[292]. Để xem một bài thảo luận rất sâu sắc về những vấn đề này, hãy đọc bài của Walter Updegrave, 'Tư vấn về tư vấn/' Money, tháng 1/2003, trang 53-55.

[293]. Nếu bạn không thể nhận được lời khuyên từ một người bạn tin tưởng, bạn có thể tìm một nhà hoạch định tài chính có tính phí thông qua www.napfa.org (hoặc www.feeonly.org), nơi những thành viên thường có tiêu chuẩn dịch vụ và đạo đức cao.

[294]. Khi đứng riêng, một lời phàn nàn của khách hàng không đủ để loại trừ một nhà tư vấn khỏi sự xem xét của bạn; nhưng một loạt các lời phàn nàn liên tục thì đủ. Và một vụ kỷ luật do các nhà quản lý điều hành của tiểu bang hay Liên bang đưa ra thường là bảo bạn hãy đi tìm mọt nhà tư vấn khác. Một nguồn khác để kiểm tra hồ sơ của một nhà môi giới có tại http://pdpi.nasdr.com/PDPI.

[295]. Robert Veres, biên tập viên và người xuất bản tờ tin tức Thông tín nội bộ đã rất hào phóng chia sẻ những câu trả lời đó cho cuốn sách này. Những danh sách câu hỏi khác có tại www.cfp-board.org hoặc www.napfa.org.

[296]. Những chứng chỉ như CFA, CFP hoặc CPA cho bạn biết nhà tư vấn đã trải qua một khóa đào tạo nghiêm ngặt. (Hàu hết các chữ cái của những chứng chỉ khác mà các nhà hoạch định tài chính khoe ra, như "CFM" hay "CMFC" đều có rất ít ý nghĩa.) Quan trọng hơn, bằng cách liên lạc với tổ chức trao chứng chỉ đó, bạn có thể kiểm chứng hồ sơ của anh ta và kiểm tra xem anh ta đã từng bị kỷ luật vì vi phạm quy định hay nội quy không.

[297]. Nếu bạn có ít hơn 10.000 đô la để đầu tư, bạn có thể sẽ không tìm thấy một nhà tư vấn tài chính nào chấp nhận tài khoản của bạn. Trong trường hợp đó, hãy mua một rổ đa dạng các quỹ chỉ số chi phí thấp, làm theo những lời khuyên về hành vi xuyên suốt cuốn sách này, và danh mục đầu tư của bạn dần sẽ phát triển tới mức mà bạn có thể kiếm được một nhà tư vấn.

f2981. Liên đoàn Quốc gia các Nhà phân tích Tài chính hiện nay là Hiệp hội Quản lý và Nghiên cứu Đầu tư,[É] Xuất bản phẩm nghiên cứu ra "trong một quý" của Hội là Financial Analysts Journal (Tạp chí Nhà phân tích Tài chính) hiện nay xuất bản hai tháng một lần.

Í2991. Cuốn giáo trình của chúng tôi, Security Analysis (Phân tích chứng khoán) của Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle, và Charles Tatham (McGraw- Hill, phiên bản thứ 4, 1962) vẫn giữ nguyên nhan đề được chọn vào năm 1934, nhưng nó bao quát phần nhiều lĩnh vực phân tích tài chính. (Chủ thich của tắc giả).

[300]. Chứng khoán ở cấp đầu tư là chứng khoán có độ an toàn được xếp hạng tín nhiệm từ mức BBB trở lên (AAA, AA, A và BBB). (Chủ thich cùa người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[301]. Tốc độ tăng trưởng mà bạn dự báo càng cao và giai đoạn tương lai mà bạn dự báo cho tốc độ đó càng dài thì dự báo của bạn càng trở nên nhạy cảm đối với sai số nhỏ nhất. Chẳng hạn, nếu bạn ước lượng là mức doanh lợi 1 đô la trên một cổ phiếu của công ty sẽ làm tăng lợi nhuận lên 15% mỗi năm trong 15 năm tới, thì mức lợi nhuận cuối cùng sẽ là 8,14 đô la. Nếu thị trường định giá cổ phiếu công ty ở mức gấp 35 lần lợi tức, cổ phiếu đó sẽ kết thúc giai đoạn này ở mức khoảng 285 đô la. Nhưng nếu mức lợi tức chỉ tăng 14% thay vì 15%, công ty sẽ kiếm được 7,14 đô la vào cuối giai đoạn, và do bị tác động của mức thấp hơn đó, các nhà đầu tư hắn sẽ không sẵn lòng trả cái giá gấp 35 lần lợi tức. Còn ờ mức gấp 20 lần lợi tức, chứng khoán đó sẽ kết thúc vào khoảng 140 đô la trên một cổ phiếu, tức là ít hơn gần 50%. Do toán học cao cấp tạo ra một vẻ ngoài chính xác cho một quá trình về bản chất là không chắc chắn trong việc dự báo tương lai, các nhà đầu tư chắc hắn sẽ hoài nghi bất cứ người nào tuyên bố là có được bất kỳ chìa khóa tính toán phức tạp nào để giải quyết các vấn đe tài chính cơ bản. Như Graham đã nêu "Với 44 năm kinh nghiệm và nghiên cứu ở Phố Wall, tôi chưa bao giờ thấy các tính toán đáng tin cậy về các giá trị của cổ phiếu thường, hoặc về các phương châm đầu tư liên quan, mà vượt quá giới hạn của số học đơn giản hoặc đại số sơ đắng nhất. Mỗi khi cần dùng đến phép tích phân, hoặc đại số cao cấp, bạn có thể xem đó như dâu hiệu cảnh báo là người sử dụng đang thử tìm cách thay thế kinh nghiệm bằng lý thuyết, va cũng thường là thử tìm cách khoác cho đầu cơ một vẻ ngoài đầu tư dối trá."

[302]. Với Charles McGolrick, Nhà xuất bản Harper & Row, năm 1964, được in lại bởi Nhà xuất bản Harper Business vào năm 1998. (Chú thích của tác giả).

[303]. Vào năm 1972, một nhà đầu tư trái phiếu công ty không có nhiều lựa chọn nên đành tự mình xây dựng danh mục đầu tư của anh ta/ chị ta. Ngày nay, có khoảng 500 quỹ hỗ tương đầu tư (mutual funds) đầu tư vào các trái phiếu công ty, tạo ra một lượng lớn các chứng khoán thuận tiện và đa dạng. Do bởi điều không khả thi là tự mình xây dựng một danh mục đầu tư trái phiếu đa dạng trừ phi bạn có ít nhất 100 nghìn đô la, nên một nhà đầu tư thông minh điên hình sẽ tốt nhất là đơn giản mua một quỹ trái phiếu giá trị thấp và dành phần lao động cực nhọc về nghiên cứu tín dụng cho các nhà quản lý quỹ. Để có thêm chi tiết về quỹ trái phiếu, xem bình iuân chương 4.

f3041 . Với "phát hành cổ phiếu hạng dưới" ("junior stock issue"), Graham muốn chỉ các cố phiếu thường. Cổ phiếu ưu đãi được xem là "hạng trên" ("senior") so với cổ phiếu thường bởi vì công ty phải ưu tiên trả hết các cổ tức của cổ phiếu ưu đai roi mới trả đến tất cả cổ tức của cổ phiếu thường.

[305]. Sau khi các nhà đầu tư mất hàng tỷ đô la trên các cổ phiếu của các công ty dịch vụ tiện ích được lập một cách khinh suất trong những năm 1929-1932, Quốc hội đã cho phép ủy

ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) điều tiết việc phát hành các chứng khoán dịch vụ tiện ích theo Đạo luật Công ty cổ phần Dịch vụ Tiện ích Công cộng năm 1935.

[306]. Những số liệu này được lấy từ công ty Salomon Bros., một công ty trái phiếu lớn ờ New York. (Chú thich của tác giã).

[3071. Tỷ lệ lợi nhuận hoạt động trên doanh thu (operating margin): tỷ lệ (thường tính bằng phần trăm) của lợi nhuận hoạt động trước khi trừ lãi vay và thuế, tức thu nhập trước thuế và trả lãi (operating income/profit hay EBIT), trên doanh thu (revenue). (Chú thích cùa người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[308]. ít ra là không được phần lớn các nhà phân tích và đầu tư chứng khoán thực hiện. Những nhà phân tích xuất chúng, những người có thể nói trước được những công ty nào xứng đáng nhận được sự nghiên cứu kỹ lưỡng và có công cụ và khả năng thực hiện nó, có thể sẽ tiếp tục thực hiện thành công việc này. Để biết chi tiết về phương pháp này, hãy đọc Philip Fisher, Common Stocks and Uncommon Profits (CÔ phiếu thường và lợi nhuận không thường), Harper & Row, 1 960 (Chủ thích cùa tắc già).

[309]. Trong những năm gần đây hơn, hầu hết các quỹ đầu tư tương hỗ đều bắt chước một cách máy moc chỉ số chứng khoán Standard & Poor's 500, vì sợ rằng bất kỳ cách phân bố vốn nào khác đều làm cho lợi nhuận của họ bị lệch khỏi chỉ số đó. Trong một xu thế ngược lại, một số công ty quỹ đã khởi phát cái mà họ gọi là các danh mục đầu tư "trọng điểm", sở hữu từ 25 đến 50 chứng khoán mà các nhà quản lý quỹ tuyên bố là gảý tưởng tốt nhất" của họ. Điều này lam các nhà đàu tư ngạc nhiên là liệu các quỹ khac do chính các nhà quản lý đó điều hành có chứa các ý tưởng tệ nhất cua họ không. Xét thấy là hầu hết các quỹ với Èảý tưởng tốt nhất" cũng không làm tốt gì hơn đáng kể so với mức trung bình, các nhà đầu tư cũng có quyền ngạc nhiên là liệu các ý tưởng của các nhà quản lý có đáng theo hay không. Đối với những nhà đầu tư lão luyện như Warren Buffet, sự đa dạng quá rộng là điều ngu ngốc, bởi vì nó có thể làm loãng sức mạnh tập trung của một số ý tưởng xuất sắc. Song đối với một nhà quản lý quỹ điển hình hoặc một nhà đầu tư cá nhân, không đa dạng hóa mới là ngu ngốc, bởi vì thật khó mà chọn được một số lượng hạn chế các chứng khoán mà chỉ bao gồm hầu hết chứng khoán thắng và loại đi hầu hết chứng khoán thua lỗ. Khi bạn sở hữu ngày càng nhiều chứng khoán, thiệt hại do bất kỳ loại chứng khoán thua lỗ nào gây ra sẽ giảm, và khả năng sở hữu tất cả các chứng chứng khoán thắng lớn sẽ tang. Lựa chọn lý tưởng đối với hầu hết nha đầu tư là một quỹ chỉ số toàn bộ thị trường chứng khoán, một cách làm với chi phí thấp để giữ bất kỳ chứng khoán nào đáng được sở hữu.

[310]. ở trang 330 chúng tôi đưa ra một công thức để liên hệ hệ số nhân với mức tăng trưởng được mong đợi. (Chú thích của tác giả).

[3111 . Quan điểm của Graham về các công ty hóa chất và dầu lửa trong những năm 1960 được áp dụng cho hầu như mọi ngành công nghiệp trong hầu như mọi giai đoạn. Quan điểm đong thuận của Phố Wall về tương lai đối với bất kỳ một ngành nào thường hoặc là quá lạc

quan hoặc quá bi quan. Tệ hơn thế, sự đồng thuận đó đạt mức độ hân hoan nhất đúng vào lúc các chứng khoán có giá cao quá mức, và u sầu nhất khi mà các chứng khoán rẻ nhất. Ví dụ gãn đây nhất, tất nhiên, là các chứng khoán công nghệ và viễn thông. Các chứng khoán này đạt đỉnh cao kỷ lục của chúng khi tương lai của chúng trông có vẻ rực rỡ nhất vào năm 1999 và đầu năm 2000, và sau đó thì đã vỡ trong suốt cả năm 2002. Lịch sử đã cho thấy là các "chuyên gia" dự báo của Phố Wall đều không có khả năng dự báo diễn biến của (1) thị trường xét về tổng thể, (2) các ngành công nghiệp, và (3) các chứng khoán cụ thể. Như Graham đã chỉ ra, xặc suất các nhà đầu tư thông minh có thể trội lên bằng cách ra các quyết định không phụ thuộc vào độ chính xác dự báo của bất kỳ người nào, kể cả của chính anh ta/chị ta.

(Xem chương 8).

f3121 . Một phần sự bùng nổ giá của Chrysler chắc chắn là do hai lần chia tách chứng khoán hai lấy một trong năm 1963, một hiện tượng chưa từng có đối với một công ty lớn. (Chú thích của tác giả). Vào đầu những năm 1980, dưới quyền Lee Iacocca, Chrysler đã thực hiện một cú nhảy ngược, trở lại từ bờ vực phá sản để trở thành một trong những chứng khoán hoạt động tốt nhất của Mỹ. Tuy nhiên, việc xác định những nhà quản lý có thể đem tới những cú quay trở lại vĩ đại của các công ty không dễ như người ta nghĩ. Khi AI Dunlap thâu tóm Sunbeam Corp. vào năm 1996 sau khi tái tổ chức công ty Scott Paper Co. (và đẩy giá chứng khoán của no len 225% trong 18 tháng), Phố Wall nghênh đón ông ta gần như Chúa tái sinh vậy. Dunlap hóa ra lại là một tên lừa bịp đã sử dụng kế toán sai luật và các báo cáo tài chính giả để đánh lạc hướng những nhà đắu tư của Sunbeam - trong đó có những nhà quản lý tiền đáng kính Michael Price và Michael Steinhardt, những người đã thuê hắn. Để có một bản mổ xẻ chi tiết về việc làm của Dunlap, hãy đọc sách của John A. Byrne, Chainsaw (Cái cưa xích) (HarperCollins, New York, 1999).

[3131. Con số này, ngày nay được gọi là "tỷ lệ chi trả cổ tức" ("dividend payout ratio"), đã giảm đáng kể từ thời của Graham, do luật thuế Mỹ không khuyến khích các nhà đầu tư tìm kiếm cổ tức, và các công ty chi trả cổ tức. Vào cuối năm 2002, tỷ lệ chi trả đứng ở mức 34,1 % đối với chỉ số chứng khoán s & p 500 và ngay mới tháng 4/2000 gần đây thôi, tỷ lệ này đã chạm mức thấp mọi thời đại là chỉ còn 25,3%. (Xem WMW.barra.com/research/fundamentals.asp.) Chúng tôi sẽ thảo luận chính sách cổ tức một cách kỹ lưỡng hơn trong bình luận về chương 19.

[314]. Hãy lưu ý rằng chúng tôi không có ngụ ý là công thức này đưa ra "gia trị thực" của một cổ phiếu tăng trưởng,mà chỉ nói là nó gần xấp xỉ những kết quả của các tính toán phức tạp hơn hiện đang thịnh hành. {Chú thích của tác giả).

[3151. Tại sao vậy? Theo "quy tắc 72", ở mức lãi 10%, một lượng tiền cho trước sẽ tăng gấp đôi chỉ trong bảy năm, trong khi với mức 7% thì phải mất mười năm. Khi lai suất cao, lượng tiền bạn cần để dành ngày hôm nay để đạt được một giá trị định trước trong tương lai sẽ ít hơn, bởi vì mức lãi suất cao sẽ cho phép bạn tăng lượng tiền đó lên với tốc độ nhanh hơn.

Như vậy, sự tăng lãi suất ngày hôm nay sẽ làm cho dòng lợi nhuận và cổ tức tương lai trở nên kém giá trị hơn, do các lựa chọn đầu tư vào trái phiếu đã trở nên tương đối hấp dẫn hơn.

[316]. Một cách lý tưởng, các nhóm ngành này có lẽ không quá phụ thuộc vào các nhân tố không thể dự đoán trước được, như lai suất dao động hoặc xu hướng tương lai của giá cả đối với các nguyên liệu như dầu mo hoặc kim loại. Khả năng có the là các ngành như trò chơi, mỹ phẩm, các đồ uống có cồn, các nhà dưỡng lão hoặc quản lý chất thải.

[317]. Bởi vì rất ít nhà đầu tư cá nhân ngày nay mua - hoặc cãn phải mua - các trái phiếu riêng rẽ, chúng tôi sẽ giới hạn thảo luận này trong phạm vi phân tích chứng khoán. Để biết thêm về quỹ trái phiếu, xem bình luận về chương 4.

[318]. Bạn cần phải có ít nhất là báo cáo quý của một năm (theo mẫu 10-Q). Theo định nghĩa, chúng tôi giả định rằng bạn là một nhà đầu tư "mạnh dạn" mong muốn dành một lượng đáng kể nỗ lực của mình cho danh mục đầu tư của bạn. Nếu các bước trong chương này nghe có vẻ có quá nhiều công việc cho bạn, khi đó tính cách bạn không thích hợp với việc lựa chọn các chứng khoán của mình. Bạn không thể đạt được một cách đáng tin cậy các kết quả mà bạn hình dung trừ phi bạn tập trung được nỗ lực kiểu như chúng tôi mô tả.

[3191. Write-off: bút toán xóa bỏ một khoản tiền không thu hồi được, một tài sản lỗi thời, đồng thời khấu trừ giá trị đó vào lợi nhuận hoặc tài sản kế toán.

(Chú thich cùa người dịch và Ban biên táp tiếng Việt).

[320]. Bạn thường có thể tìm được chi tiết về thâu tóm trongphần 'Thảo luận và phân tích của Ban quản trị" của Mau 10 - K, hãy kiểm tra chéo nó với các chú giải của các báo cáo tài chính. Để biết thêm về "các nhà thụ đắc hàng loạt", hãy xem bình luận Chương 12.

[321]. Để xác định liệu một công ty có phải là nghiện OPM không, hãy đọc "Báo cáo về các luồng tiền" trong các báo cáo tài chính. Trang này chia các luồng tiền vào và ra của công ty thành các hoạt động thực hiện" (operating activities), "các hoạt động đầu tư”

(investing activities) và "các hoạt động tài trợ" (financing activities). Nếu tiền từ các hoạt động thực hiện cứ luôn bị âm, trong khi tiền từ các hoạt động tài trợ cứ luôn dương, thì công ty đó có thói quen thèm muốn nhiều tiền hơn mức mà các hoạt động kinh doanh của nó có thể tạo ra - và bạn không nên gia nhập vào đội ngũ "những người cho phép" sự lạm dụng quen thói như vậy. Để biết thêm về Global Crossing, hãy xem bình luận về chương 12. Để biết thêm về WorldCom, hãy xem phần đóng khung trong bình luận về chương 6.

[3221 . Để có thêm cái nhìn sâu hơn về các "hào bao quanh", hãy đọc cuốn sách kinh điển Competitive Strategy (Chiến lược cạnh tranh) của Giáo sư Khoa Kinh doanh Đại học Harvard Michael E. Porter (Free Press, New York, 1999).

[3231 . Xem Cyrus A. Ramezani, Luc Soenen và Alan Jung 'Tăng trưởng, lợi nhuận công ty và sự tạo ra giá trị", Tạp chí nhà phân tích tài chính tháng 11 và 12/ 2002, trang 56-57, cũng có tại: http://cyrus.cob.calpoly.edu/.

f3241. Doanh số ròng: tổng doanh số (gross sales) trừ đi các khoản giảm giá, khuyến mãi. (Chủ thich của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

f3251 . Xứ sở huyền thoại chứa đầy vàng ở châu Mỹ.

(Chú thich của người dịch và Ban biên táp tiếng Việt).

[326]. Trong trường hợp tổng quát, stock option là quyền chọn mua hoặc bán cổ phiếu, với giá quy định săn. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[327] ̃ Jason Zweig là nhân viên AOL Time Warner và nắm giữ các hợp đồng quyền chọn trong công ty. Để biết thêm các hợp đồng quyền chọn hoạt đọng thế nào, xin xem bình luận về chương 19, trang 563.

[328]. Xem ghi chú 2 trong bình luận về chương 19, trang 564.

[3291. Viết tắt của Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization: thu nhập trước thuế, lãi vay, khấu hao tài sản [hữu hình và vô hình]. Những chỉ trích về EBITDA cho rằng đây là tiêu chí tài chính dễ "biến hóa" doanh thu của doanh nghiệp, đánh lừa nhà đầu tư . (Chú thich của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

f3301. Để biết nhiều hơn về các vấn đề này, xem bình luận về Chương 12 và bài tiểu luận tuyệt vời của Joseph Fuller và Michael C.Jonsen, "Hẫy nói không với Phố Wall", tại hhttp://papers.ssrn.com.

[3311. Chia tách chứng khoán được thảo luận tiếp trong bình luận về chương 13.

[332]. "Pha loãng" hay "làm loãng" (dilution) là một trong nhiều từ mô tả chứng khoán theo ngốn ngữ của động lực học chất lỏng. Một chứng khoán với khối lượng giao dịch lớn được gọi là "lỏng" ("liquid", nghĩa là dễ chuyển thành tiền mặt, thanh khoản cao). Khi một công ty ra mắt công chúng với một IPO̧ công ty đó đã "thả nổi" (float) cổ phiếu của mình. Và̧ vào thời gian trước kia, một công ty pha loãng (dilute) một cách mạnh mẽ các cổ phiếu của mình (bằng một lượng lớn các khoản vay nợ có thể chuyển đổi hoặc việc chào bán cung ứng nhiều lần một cổ phiếu thường) được gọi là đã "làm loãng" (water) chứng khoán của mình. Thuật ngữ này được cho là xuất phát từ nhà thao túng thị trường huyền thoại Daniel Drew (1797-1879), người bắt đầu sự nghiệp của mình bằng nghề buôn gia súc. ồng đã lùa gia súc của mình về phía nam theo hướng Manhattan, buộc chúng phải ăn muối trên đường đi. Khi đến sông Harlem, đàn gia súc đã ừng ực uống nước để làm dịu đi cơn khát của chúng. Drew sau đó đã mang đàn gia súc ra chợ khi nước chúng vừa uống đã làm tăng cân của chúng. Điêu đó cho phép ông có được giá cao hơn nhiều, VI gia súc sống được bán theo cân nặng. Sau này,

Drew đã làm loãng chứng khoán của Công ty Đường sắt Erie bằng cách phát hành hàng loạt cố phiếu mới mà không báo trước.

[333]. Graham muốn chỉ sự khéo léo một cách chuẩn xác của các thợ điêu khắc nhập cư người Ý, những người đã trang hoàng cho mặt trước của các toà nhà ở khắp New York vào những năm đầu của thế kỷ 20. Tương tự, các kế toán viên co thể biến đổi các số liệu tài chính đơn giản thành các kiểu phức tạp và thậm chí không thể hiểu nổi.

[334]. Ồng vua này có lẽ đã lấy cảm hứng của mình từ bài tiểu luận một thời nổi tiếng của nhà văn Anh William Hazlitt, người đã trầm ngâm suy tưởng về chiếc đồng hồ mặt trời ờ gần Venice có mang dòng chữ Horas non numero nisi seranas, hay là "Tôi chỉ đếm những giờ nào sáng sủa". Những công ty nào quen thói loại các tin xấu khỏi các kết quả tai chính của mình với lý do các sự kiện tiêu cực là "đột xuất" hoặc "không định kỳ" chính là đang lấy một trang từ Hazlitt, người đã thuyết phục bạn đọc của ông "đừng chú ý đến thời gian mà nghĩ đến lợi ích của nó, chỉ lưu tâm đến nụ cười mà bỏ qua sự nghiệt ngã của số phận, để tạo nên cuộc sống của chúng ta chỉ từ các thời điểm rạng rỡ và mềm mại, chỉ quay sang với mặt rực ánh nằng của sự vật, và đề cho mọi thứ khác thoát khỏi óc tưởng tượng của chúng ta, không ai để ý đến hoặc bị quên lãng!" (William Hazlitt, 'Vê đong hồ mặt trời", khoảng 1827). Buồn thay, nhà đâu tư phải luôn tính đến cã những giờ sáng sủa lẫn những giờ tối tăm.

Í3351. Công ty mà Graham nêu một cách đáng xấu hổ hóa ra là American Machine & Foundry (hay AMF Corp.), một trong những tập đoàn lộn xộn nhất vào cuối những năm 1960. Nó là tiền thân của AMF Bowling Worldwide, một công ty điều hành các bãi chơi bowling (bóng gỗ lăn) va san xuất các thiết bị bowling.

Í3361. Phương pháp chúng tôi khuyến nghị để xử lý việc làm loãng chứng chỉ quyền mua được thảo luận ở dưới. Chúng tôi thiên về việc xem xét giá trị thị trường của chứng chỉ quyền mua như sự thêm vào giá thị trường hiện tại cua cổ phiếu thường nói chung. (Chủ thich cùa tác giả).

Í3371. Hai phương pháp định giá tồn kho dựa trên giả định nguyền vật liệu nhập trước sẽ xuất trước (FIFO) hay xuất sau (LIFO). Trong hoàn cảnh giá nhập nguyên vật liệu thay đổi theo thổi gian, phương pháp FIFO sẽ cho kết quả chi phí của hàng bán ra (chi phí sản xuất) cao hơn so với LIFO. (Chù thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[338]. Ngày nay, các nhà đầu tư cần nhận thức được về một loạt các "nhân tố kế toán" khác có thể làm méo mó lợi tức được báo cáo. Một là các báo cáo tài chính "dự toán theo lệ" hay báo cáo tài chính "như thể là" ("as if"), thông báo lợi tức của công ty như thể là Các nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung (GAAP) không được áp dụng. Hai là hiệu ứng làm loãng của việc phát hành hàng triệu hợp đồng quyền chọn mua/bán chứng khoán để bù đắp cho giới điều hành, sau đó mua lại hàng triệu cổ phiếu để giữ cho các hợp đồng quyền chọn đó khỏi làm giảm giá trị của cò phiếu thường. Thứ ba là các giả định phi hiện thực về tỷ lệ lợi

nhuận trên các quỹ hưu của công ty (return on the company's pension funds) là cái có thể thổi phồng một cách nhân tạo lợi tức trong các năm tốt đẹp và kéo lợi tức xuống trong các năm tồi tệ. Thứ tư là các "thực thể có mục đích đặc biệt" ("Special Purpose Entities") hay là các công ty chi nhánh hoặc các công ty hợp danh (partnership) mua các tài sản rủi ro hoặc nợ của công ty đang nói tới và như vậy "loại" các rủi ro tài chính đó khỏi bảng cân đối của công ty. Một yếu tố làm méo nữa là việc xử lý các chi phí tiếp thị hay các chi phí "mềm" khác dưới dạng tài sản của công ty, chứ không phải dưới dạng các chi phí bình thường khi thực hiện kinh doanh. Chúng tôi sẽ xem xét nhanh các cách thức như vậy trong phần bình luận của chương này.

[339]. Northwest Industries là một công ty mẹ đối với, trong số nhiều doanh nghiệp khác, Công ty Đường sắt Chicago và Tây Bắc (Chicago and Northwestern Railway Co.), và Union Underwear (nhà sản xuất cả hai loại đồ lót BVD và Fruit of the Loom). Công ty này năm 1985 bị thâu tóm bởi nhà tài chính mắc nợ lớn William Farley, và ông này đã đưa công ty xuống đáy. Fruit of the Loom đã bị mua trong một vụ kiện phá sản bởi công ty Berkshire Hathaway của Warren Buffet vào đâu nam 2002.

[340]. Graham muốn nói đến điều khoản của luật thuế Liên bang cho phép các công ty "mang sang" các thua lỗ hoạt động ròng. Như bọ luật thue hiện nay nêu, các thua lỗ đó có thể được chuyển sang nhiều nhất là 20 năm, làm giảm nợ thuế của công ty cho cả giai đoạn (và như vậy làm tăng lợi tức sau thuế của nó). Do đó, các nhà đầu tư cần phải xem xét liệu các thua lỗ nặng nê gần đây có thực sự cải thiện được lợi tức ròng của công ty trong tương lai hay không.

[341]. Các nhà đầu tư cần phải giữ những từ ngữ này trong tầm tay và nhắc nhở mình về chúng một cách thường xuyên: "Định giá chứng khoán là thực sự đáng tin cậy chỉ trong các trường hợp ngoại lệ". Trong khi giá của hầu hết chứng khoán là đúng một cách xấp xỉ trong hầu hết thời gian, giá của một chứng khoán và giá trị doanh nghiệp của nó hầu như là không bao giờ đồng nhất với nhau. Sự suy xét của thị trường về giá thường là không đáng tin cậy. Không may thay, giới hạn cua sai số đĩnh gia của thị trường thường đủ rọng để bào chữa cho chi phí kinh doanh của chúng. Nhà đầu tư thông minh cần đánh giá cẩn thận chi phí kinh doanh và thuế trước khi thử tìm cách lợi dụng bất kỳ sự khác nhau về giá nào - và không bao giờ được trông mong là mình có thể bán được đúng với giá đang được báo trên thị trường.

[342]. "Con số trung bình cộng" là để chỉ trung bình số học đơn giản mà Graham mô tả trong câu trước đó.

[343]. Graham có lẽ sử dụng cụm từ "lợi tức trên các quỹ vốn" ("earnings on capital funds") theo nghĩa truyền thống là lợi nhuận trên giá trị sổ sách (return on book value); thực chất, đó là lợi nhuận ròng chia cho tài sản ròng hữu hình của công ty.

[344]. Xem trang 335-336.

[345]. Lịch sử gần đây - và một núi các nghiêncứu tài chính - đã cho thấy rằng thị trường là tàn nhẫn nhất đối với các công ty đang phát triển nhanh song bỗng nhiên lại thông báo sự sụt giảm về lợi tức. Các công ty phát triển vừa phải và ổn định hơn, như ALCOA vào thời Graham hoặc Anheuser-Busch và Colgate- Palmolive vào thời chúng ta, dường như chỉ chịu những suy giảm chứng khoán nhẹ nhàng hơn nếu họ thông báo mức lợi tức đáng thất vọngT Kỳ vọng lớn dẫn đến thất vọng lớn nếu không được đáp ứng; còn việc không đáp ứng được kỳ vọng vừa phải dẫn đến phản ứng nhẹ nhàng hơn nhiều. Do vậy, một trong những rủi ro lớn nhất khi mua vào các chứng khoán tăng trưởng không phải vì sự tăng trưởng của chúng sẽ ngừng mà chỉ vì nó sẽ tăng chạm lại. Và trong dài hạn, đó không chỉ là rủi ro mà là một điều tương đối chắc chắn.

[346]. Để biết thêm làm thế nào các hợp đồng quyền chọn mua/bán chứng khoán có thể làm giàu cho các nhà quản lý công ty - song không nhất thiết làm giàu cho các cổ đông bên ngoài - hay xem bình luận về chương 19.

[3471. Tất cả các ví dụ trên được lấy trực tiếp từ các thông cáo do chính các công ty phát hành. Để biết một nhà trào phúng lỗi lạc nói ve cuộc sống thường nhật sẽ giống cái gì nếu tất cả chúng ta buộc phải biện hộ cho hành vi của mình theo đúng như cách mà các công ty điều chỉnh lợi tức báo cáo của họ; hãy xem "Cuộc sống dự toán theo lệ của tôi" của Rob Walker tại http://slate.msn.com/?d=2063953 ("... một bữa ăn trưa sau buổi tập gần đây với những miếng sườn bò 22 aoxơ tại Smith & Wollemsky và ba lượt rót rượu whisky ở đây được xem như là một chi tiêu không định kỳ. Tôi sẽ không bao giờ làm điều đó nữa!").

[348]. Doanh thu (revenue) nghĩa rộng hơn doanh số [bán hàng] (sales): nó thường bao gồm doanh số bán hàng và những khoản thu khác như dịch vụ, giao dịch tài sản, tiên Idĩ,.Ě. (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[349]. Năm 2002, Qwest là một trong 330 công ty kinh doanh đại chúng đã trình bày lại các báo cáo tài chính quá khứ của mình, một kỷ lục của mọi thời đại, theo nhóm tư vấn Huron. Tất cả thông tin về Qwest được lấy từ các hồ sơ lưu trữ tài chính tại ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ (báo cáo năm, mẫu 8K, va mẫu 10-K) được tìm thấy trong cơ sở dữ liệu EDGAR tại www.sec.gov. Chẳng cần ngắm nghía kỹ cũng có thể phát hiện ra "sự thay đổi trong nguyên tắc kế toán" mà Qwest đã công bố công khai hoàn toàn khi đó. Các cổ phiếu của Qwest đã diễn biến thế nào trong giai đoạn đó? Vào cuối năm 2000, chứng khoán ở mức 41 đô la trên một cổ phiếu, như vậy tổng cộng giá trị thị trường là 67,9 tỷ đô la. Đến đầu năm 2003, Qwest còn khoảng 4 đô la, tạo ra giá trị của toàn bộ công ty là dưới 7 tỷ đô la - một thua lỗ 90%. Sự sụt giảm giá cổ phiếu không phải là cái giá duy nhất liên quan đến lợi tức ma,ề mọt nghiên cứu gần đây đã tìm ra là một mẫu tiêu biểu gồm 27 công ty bị buộc tội gian dối kế toán bởi ủy ban Chứng khoán và Giao dịch đã đóng thừa ra 320 triệu đô la tiền thuế thu nhập Liên bang. Mặc dù hầu hết số tiền đó cuối cùng sẽ được hoàn lại bởi 1RS, song hầu hết các cổ đông có lẽ đã không còn ở quanh đó để được hưởng lợi từ sự hoàn thuế này (hãy

xem Merle Erickson, MichelleHanlon và Edward Maydew "Các công ty sẽ trả bao nhiêu cho các khoản lợi tức không ton tại?" tại http://papers.ssrn.com).

[350]. Global Crossing lúc đẩu coi hầu hết chi phí xây dựng của nó như là các chi tiêu được tính so với doanh thu tạo ra từ việc bán hoặc cho thuê quyền sử dụng trên mạng của nó. Các khách hàng thường là trả tiền cho quyền của mình ngay từ đầu (up front), mặc dù cũng có một số công ty có thể trả dần trong các giai đoạn dài nhất đến 4 năm. Song Global Crossing đã không ghi sổ hầu hết doanh thu ngay từ đầu, thay vào đó la giữ lại cho đến hết thời hạn hợp đồng. Tuy nhiên hiện nay, do các mạng cáp quang có thời gian sử dụng đến 25 năm, Global Crossing bắt đầu xem chúng như các tài sản cố định lâu bên và có thể khấu hao. Mặc dù cách làm này tuân thủ theo "Các Nguyên tắc Kế toán được chấp nhận rộng rãi", điều khong rõ là vì sao Global Crossing đã không sử dụng nó trước ngày 1/10/1999, và thực sự điều gì đã dẫn đến thay đoi. Tại thời điểm tháng 3/2001, Global Crossing có tống cộng định giá chứng khoán là 12,6 tỷ đô la,Ê công ty đã nộp đơn xin phá sản vào ngày 28/1/2002, làm cho cố phiếu thường của nó cơ bản là vô giá trị.

[351]. Tôi rất biết ơn Howard Schilit và Mark Hamel thuộc Trung tâm Nghiên cứu và Phân tích tài chính vì đã cung cấp ví dụ này.

[352]. Tỷ suất lợi nhuận được tính gần đúng bằng cách chia tống giá trị thực các tài sản của quỹ vào đầu năm cho "lợi nhuận thực trên tài sản của quỹ".

f3531 . Hãy đừng để bị lừa bởi cách viết dài lê thê nhàm chán đến u mê của các chú giải kế toán. Các chú giải đó được thiết kế chỉ cốt để ngăn những người bình thường khỏi việc thực sự đọc chúng - vì thế bạn cần phải kiên nhẫn. Một chú giải cho báo cáo năm 1996 của công ty Informix chẳng hạn đã thông báo là "Công ty nói chung công nhận doanh thu bản quyền từ viẹc bán các bản quyền phần mêm vào lúc đã chuyển sản phẩm phần mèm đến khách hàng. Tuy nhien, đối với một số nhà sản xuất phần cứng máy tính và những người sử dụng ở cuối chuỗi bán hàng có bản quyền VỚI các tài khoản được trả trong vòng 12 tháng, Công ty sẽ công nhận doanh thu vào thời điểm khách hàng thực hiện một cam kết theo hợp đồng với một khoản phí bản quyền tối thiểu không hoàn trả lại, nếu như các nha sản xuất phần cứng máy tính và những người sử dụng ờ cuối chuỗi bán hàng có bản quyền như vậy đáp ứng được các tiêu chí nhất định do Công ty đặt ra". Nói toẹt ra, Informix muốn bảo rằng nó ghi vào bên có của chính mình đối với doanh thu trên các sản phẩm thậm chí ngay cả khi chúng còn chưa được bán cho "người sử dụng ở cuối chuỗi bán hàng" (khách hàng thực sự đối với phần mèm của Informix). Khi bị Uy ban chứng khoán và Giao dịch Mỹ cáo buộc là Informix đã thực hiện gian lận kế toán, công ty này đã thông báo lại doanh thu của mình, xóa đi 244 triệu đô la trong các vụ "bán hàng" như vậy. Trường hợp này là một lời nhắc nhở mạnh mẽ về tầm quan trọng của việc đọc những lời lẽ hoa mỹ bằng một con mắt đãy hoài nghi. Tôi mang ơn Maitin Fridson vì đã gợi ý về VI dụ này.

f3541 . Martin Fridson và Fernando Alvarez, Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide (Phân tích báo cáo tài chính: Hướng dẫn người thực hành) (John Wiley & Sons, New

York, 2002); Charles w. Mulford và Eugene E. Comiskey, The Financial Numbers Game.[â]. Detecting Creative Accounting Practices (Trò chơi con số tài chính: Phát hiện các thông lệ thực hành kế toán sáng tạo) (John Wiley & Sons, New York, 2002); Howard Schilit, Financial Shenanigans (McGraw-Hill, New York, 2002); cuốn sách của chính Benjamin Graham, The Interpretation of Financial Statements (Diễn giải các báo cáo tài chính) (Happer Business, New York, 1998 in lại ấn bản năm 1937), vẫn luôn là một sự dẫn đường ngắn gọn xuất sắc tới các nguyên tắc cơ bản của lợi tức và chi tiêu, tài sản có và tài sản nợ.

[3551 . Trong số bốn ví dụ của Graham, chỉ có Emerson Electric là vẫn còn tồn tại ở dạng cũ. ELTRA Corp. thì không còn là một công ty độc lập; nó đã sáp nhập với Bunker Ramo Corp. vào những năm 1970, và chuyển sang lĩnh vực cung cấp báo giá chứng khoán cho các công ty môi giới thông qua mạng máy tính thời đó. Cái còn lại từ Ihoạt động của ELTRA hiện nay đã trở thành một bộ phận của Honeywell Corp. Công ty trước đây được biết đến với tên gọi Emery Air Freight thì bây giờ là một bộ phận của CNF Inc. Emhart Corp. đã được Black & Decker Corp. mua vào năm 1989.

f3561. Thước đo này được thấy tại dòng "Lợi tức ròng trên một cổ phiếu/giá trị sổ sách" trong bảng 13-2 để đo lợi nhuận ròng của các công ty dưới dạng phần trăm giá trị sổ sách hữu hình của chúng.

[357]. Trong mỗi trường hợp, Graham tham khảo đến phần c của bảng 13-2 và chia mức giá cao trong giai đoạn 1936-1968 cho mức giá thấp. Chẳng hạn, mức giá cao 66 đô la của Emery chia cho mức giá thấp 1/8 đô la của nó sẽ là 528, hay là tỷ lệ 528 trên 1 giữa mức giá cao và mức giá thấp.

[358]. Vào cuối năm 1970, 1,6 tỷ đô la của Emerson theo giá thị trường là "khổng lồ", xét theo quy mô chứng khoán trung bình vào thời gian đó. Vào cuối năm 2002, chứng khoán thường của Emerson có tổng giá trị thị trường vào khoảng 21 tỷ đô la.

[359]. Vào tháng 3 năm 1972, cổ phiếu Emery được bán với mức gấp 64 lần lợi tức năm 1971 của nó! (Chủ thích cùa tác giả).

[360]. Graham đã nói đúng. Trong số "50 chứng khoán đúng mốt" là các chứng khoán thời thượng nhất và được định giá cao trong năm 1972, Emery nam trong các chứng khoán tồi tệ nhất. Ngày 1/3/1982, số phát hành của tạp chí Forbes thông báo là kể từ năm 1972 Emery đã mất 72,8% giá trị của nó sau lạm phát. Cho đến cuối năm 1974, theo các nhà nghiên cứu của Nhóm Leuthold ở Minneapolis, chứng khoán của Emery đã rớt 58% và tỷ lệ giá/lợi tức đã tụt từ 64 lần xuống còn có 15 lần. Sự "hăng hái quá mức" mà Graham đã cảnh cáo đã bị moi ruột một cách nhanh chóng. Liệu thời gian trôi qua có đền bù cho sự thái quá kiểu như vậy không? Không phải bao giờ cũng như vậy: Leuthold đã tính toán là 1000 đô la đầu tư vào Emery năm 1972 sẽ chỉ đáng giá 839 đô la năm 1999. Dường như là những ai đã trả tiền quá mức cho các chứng khoán Internet vào cuối những năm 1990 sẽ không hòa vốn sau hàng thập kỷ - nếu như đến khi nào đó họ có thê hoà vốn (xem binh luận về chương 20).

[3611. Quan điểm của Graham là dựa trên giá của chúng vào thời điểm đó, nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu của 2 công ty này với giá cao hơn một chút so với giá trị sổ sách của cong tyTnhư được nêu tại dòng 3 của Phắn B trong bảng 13-2.

[362]. Như chúng ta sẽ thấy trong chương 19, trong thực tế, lý do này thường có nghĩa là "đê cung cấp kinh phí cho sự tăng trưởng liên tục về của cải của các nhà quản lý hàng đầu của công ty^M.

[363]. Xuất hiện trên kênh truyền hình CNBC vào ngày 30/12/1999, tổng Giám đốc điều hành của EMC Michael Ruettgers đã được người dẫn chương trình Ron Insana hỏi là liệu "năm 2000 và sau đó" co được tốt như những năm 1990 không. "Nó thực sự trông có vẻ như đang tăng tốc", Ruettgers huênh hoang nói. Khi Insana hỏi liệu các chứng khoán của EMC có được định giá cao quá mức không, Ruettgers trả lời: 'Tôi nghĩ khi bạn nhìn vào cơ hội mà chúng tôi đang có ngay trước mặt mình, cơ hội đó hầu như là vô hạn... Do đó, trong khi thật khó mà dự đoán được liệu các thứ này có bị cao giá quá mức không, thì hiện có một thay đổi quan trọng như thế đang diễn ra mà nếu bạn có thể tìm được những người chiến thắng hôm nay- mà tôi chắc chắn EMC là một trong những người đo - thì bạn sẽ được ban thưởng xứng đáng trong tương lai".

[364]. "Çon bọ Y2K" hay là "Vấn đề năm 2000" là sự tưởng rằng hàng triệu máy tính trên khắp thế giới sẽ ngừng hoạt động 1 giây sau nửa đêm vào sáng ngày 1/1/2000, vì cắc nhà lập trình trong những năm 1960 và 1970 đã không tính đến việc dự phòng khả năng về bất kỳ ngày tháng nào sau ngày 31/12/1999 trong bộ mã điều hanh của họ. Các cong ty Mỹ đã chi hàng tỷ đô la trong năm 1999 để đảm bao là cac máy tính của họ là "phù hợp với Y2K". Cuối cùng, vào lúc 12 giờ 00 phút 01 giây sáng ngày 1/1/2000, mọi thứ đã diễn ra một cách tốt đẹp.

[365]. Để biết thêm về sự điên rồ của chia tách chứng khoán, xem Jason Zweig, 'Thành phố Chia tách" ("Splitsville"), Money, tháng 3/2001, trang 55-56.

[366]. Yêt thị số 3622, ngày 7/12/1999, tại bảng thông báo của Exodus Communications trên trang Web "Giá lên điên cuồng" (tại http://ragingbull.lycos.com/ mboard/boards.cgi?board=EXDS&read=3622) Í3671 . Yết thị số 3910, ngày 15/12/1999, tại bảng thông báo của Exodus Communications trên trang web "Giá lên điên cuồng" (tại http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi? board=EXDS&read=3910).

f3681. Xem bài nói của Graham, "Sự đầu cơ mới về cổ phiếu thường" trong phần phụ lục, trang 623.

[3691. Graham mô tả các phương châm đầu tư mà ông khuyến nghị trong các chương từ 4 đến 7.

[3701. Do nhiều lần phân chia chứng khoán, chẳng hạn qua các năm, mức giá trung bình thực của danh sách DJIA là khoảng 53 đô la trên mỗi cổ phiếu vào đầu năm 1972. (Chủ thich cùa tác giả).

[371]. Như chúng tôi đã thảo luận trong phần bình luận về các chương 5 và 9, nhà đầu tư phòng thủ thời nay có thể đạt được mục tiêu này chỉ đơn giản là bằng cách mua một quỹ đầu tư theo chỉ số có chi phí thấp, một cách lý tưởng là một quỹ nào đó theo sát tỷ suất lợi nhuận của toàn bộ thị trường chứng khoán Mỹ.

[372]. Vào đàu năm 2003, tỷ suất lợi nhuận của các trái phiếu 10 năm của công ty được xếp hạng AA là vào khoảng 4,6%, cho thấy theo công thức của Graham - danh mục đầu tư chứng khoán sẽ phải có tỷ số lợi tức trên giá ít nhạt là phải cao bằng vậy. Lấy nghịch đảo của so này (bằng cách chia 100 cho 4,6), chúng ta có thể rút ra được tỷ số P/E "được gợi ý lớn nhất" là 21,7. ở đầu của đoạn văn này, Graham khuyến nghị là một chứng khoán "trung bình" được định giá khoảng 20% thấp hơn tỷ số "cao nhất". Điều này gợi ý là, nói chung, Graham sẽ xét các chứng khoán được bán ở mức không quá 17 lần lợi tức trung bình trong ba năm là hấp dẫn về tiềm năng xét theo lai suất tiet kiệm và các điều kiện thị trường ngày nay. Tại thời điểm 31/12/2002, hơn 200 chứng khoán, hay là trên 40% số chứng khoán trong s & p 500 có tỷ số P/E trung bình ba năm là 17,0 hoạc thấp hơn. Mức tỷ suất lợi nhuận cập nhật đối với các trái phiếu hạng AA có thể được tìm thấy tại www.bondtalk.com.

[3731. Vào năm 1960 chỉ có hai trong 29 công ty công nghiệp không có mức tài sản có hiện tại gấp đôi tài sản nợ hiện tại, và chỉ có hai công ty là không có mức tài sản ròng hiện tại nhiều hơn mức nợ của chúng. Tới tháng 12/1970, con số ờ mỗi mục này đã tăng từ hai thành mười hai. (Chủ thích của tác giả).

[374]. Nhưng hãy lưu ý rằng hoạt động thị trường kết hợp của chúng từ tháng 12 năm 1970 tới đầu năm 1972 đã kém hơn của chỉ số DJIA. Điều này thể hiện một lần nữa rằng không có hệ thống hay công thức nào có thể đảm bảo những kết quả thị trường xuất sắc. Những yêu cầu của chúng tôi chỉ "đảm bảo rằng người mua danh mục đầu tư sẽ nhận được đúng gia trị cho tiên CỈI3 minh. (Chú thich của tác giả).

[375]. Một công cụ tìm kiếm chứng khoán dễ dàng sử dụng có thể phân loại chứng khoán trong s & p 500 theo hầu hết các tiêu chí của Graham có thể thấy tại WMW.quicken.com/investments/stocks/search/full.

[376]. Vào lúc Graham viết, chỉ có một quỹ tương hỗ lớn chuyên mồn hóa trong lĩnh vực chứng khoán tiện ích công cộng là có thể săn có rộng rãi, đó là Franklin Utilities. Ngày nay có trên 30 quỹ. Graham đã không thể dự đoan được sự tàn phá tai chính gây nên bởi các nhà máy điện hạt nhân bị hủy bỏ và phá dỡ; ông cũng không thấy trước được hậu quả của các điều tiết cầu thả ở California. Các chứng khoán tiện ích công cộng là không ổn định so với thời của Graham, và hầu hết các nhà đầu tư cần phải mua chúng thông qua một quỹ đấu tư rất đa dạng, chi phí thap kiểu như Quỹ chỉ số Dow Jones ngành tiện ích Mỹ (mã chứng

khoán: IDU) hoặc Quỹ SPDR Lĩnh vực lựa chọn ngành tiện ích (XLU). Để có thêm thông tin, xem www.shares.com và www.spdrindex.com/spdr (hãy đảm bảo là nhà môi giới của bạn sẽ không thay đôi tiền hoa hồng để tái đầu tư cổ tức của bạn). (Chủ thich trong nguyên bàn).

SPDR, còn gọi là Spider (mã chứng khoán: SPY), xuất phát từ tên tắt của một thành viên trong nhóm là Standard & Poor's Depositary Receipt, chỉ nhóm chứng khoán của các quỹ được lập ra nhằm mục đích có dao động giá trị giống như của chỉ số s & p 500. Một đơn vị SPDR được định giá bằng 1/10 giá trị của chỉ số s &ế p 500. [Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[377]. Hệ quả là chúng tôi phải loại trừ phần lớn các chứng khoán của các công ty ống dẫn ga, vì những công ty này bị trái phiếu hóa rất nặng ne. Lý do cho cơ chế này là cấu trúc cơ sở của của các hợp đồng mua trong đó "đảm bảo" thanh toán trái phiếu; nhưng các chi tiết có lẽ quá phức tạp so với nhu cầu của nhà đầu tư phòng vệ. (Chú thích của tác giả).

[378]. Như một lời khẳng định rõ ràng về quan điểm của Graham, chỉ số tiện ích trông có vẻ ảm đạm của Standard & Poor's đã vượt lên trên chỉ số tổng hợp ngạo nghễ của NASDAQ trong 30 năm kết thúc vào ngày 31/12/2002.

[379]. Ngày nay, lĩnh vực dịch vụ tài chính được cấu thành bởi thậm chí còn nhiều thành phần hơn, bao gồm ngân hàng thương mại; công ty tiết kiệm, vay, và cung cấp tài chính có thế chấp; công ty cung cấp tài chính cho khách hàng kiểu như các nhà phát hành thẻ tín dụng; các nhà quản lý tiền tệ và công ty ủy thác; ngân hàng đầu tư và hãng môi giới chứng khoán; công ty bảo hiểm; và các hãng tham gia vào xây dựng hoặc sở hữu bất động sản, trong đó có công ty ủy thác đầu tư bất động sản (real-estate investment trust). Mặc dù lĩnh vực này ngày nay còn đa dạng hơn thế nữa, những sự dè chừng của Graham về sự lành mạnh tài chính cần được áp dụng hơn bao giờ hết.

f3801 . Chỉ có một vài chứng khoán đường sắt chính ngày nay vẫn còn tồn tại, trong đó có Burlington Northern, CSX, Norfolk Southern và Union Pacific. Lời khuyên trong chương này ít nhất cũng thích hợp với các chứng khoán hàng không ngày nay - với các thua lỗ hiện tại khổng lồ của chung va với nửa thế kỷ có kết quả tồi tệ hầu như liên tục - như nó đã thích hợp với các công ty đường sắt vào thời của Graham.

[381]. Graham tóm lược "giả thuyết thị trường hiệu quả", hay EMH (efficient markets hypothesis), mộtḬý thuyết mang tính học thuật cho rằng giá của mỗi chứng khoán bao gồm tất cả các thông tin được công bố về công ty. Với hàng triệu nhà đầu tư lùng sục thị trường mỗi ngày, điều khó có thể xảy ra là các định giá sai nghiêm trọng có thể tồn tại được lâu. Một câu chuyện cười kế về hai vị giáo sư tài chính đang đi bách bộ trên hè phố. Khi một vị phát hiện thấy một tờ 20 đô la và cúi xuống để nhặt lên thì vị kia nắm lấy tay ông ta và nói, "Đừng có quan tâm làm gì. Nếu đó thực sự là một tờ 20 đô la thì chắc chắn là có ai đó đã nhặt nó rồi." Mặc dù thị trường không phải là hiệu quả một cách hoàn hảo, song nó khá sát

với tính chất đó trong hầu hết thời gian - do vậy nhà đầu tư thông minh sẽ cúi xuống để nhặt các tờ 20 đô la của thị trường chứng khoán chỉ sau khi đã nghiên cứu chúng một cách kỹ lưỡng và giảm thiểu các chi phí về giao dịch và thue.

2. Đây là một trong các điểm trung tâm trong cuốn sách của Graham. Tat cả các nhà đầu tư đều làm việc dưới sự trớ trêu phũ phàng: chúng ta đầu tư trong hiện tại, song chúng ta đẳu tư cho tương lai. Và, thật không may, tương lai thì hầu như hoàn toàn bất định. Lạm phát và lai suất là không thể tin cậy được; suy thoái kinh tế đến và đi một cách ngẫu nhiên; các biến động địa chính trị như chiến tranh, khan hiếm hàng hóa và khủng bố xuất hiện mà không có bất cứ lời cảnh báo nào; và số phận của các công ty riêng rẽ và các ngành cồng nghiệp của chúng té ra là thường đi ngược lại điều mà hầu hết các nhà đầu tư kỳ vọng. Do đó, đầu tư trên cơ sở phóng chiếu là việc làm của một kẻ ngốc, ngay cả dự báo của người được gọi là chuyên gia còn kém tin cậy hơn việc tung đồng xu. Đối với hầu hết mọi người, đầu tư trên cơ sở phóng chiếu - từ sự trả giá quá mức cho chứng khoán và từ sự tin tưởng thái quá vào chất lượng suy xét của chính bản thân họ - là giải pháp tốt nhất. Graham mở rộng tiếp khái niệm này trong chương 20.

[383]. Vào lúc bạn đọc điều này, nhiều thứ đã thay đổi kể từ cuối năm 2002.

[3841 . David Dreman, "Bong bóng và vai trò dự báo của các nhà phân tích", The Journal of Psychology and Financial Markets (Tạp chí Tâm lý và Thị trường Tài chính) m tập 3, số 1 (2002), trang 4-14.

[385]. Bạn có thể tính tỷ số này bằng tay từ các báo cáo năm của một công ty, hoặc tìm thấy số liệu tại các trang web kiểu như www.morning.star.com hoặc http://finance.yahoo.com.

[3861. Để biết thêm là cần phải tìm xem cái gì, hãy xem bình luận về chương 11, 12 và 19. Nếu bạn không muốn sử dụng nỗ lực tối thiểu để đọc thông báo ủy nhiệm và đưa ra các so sánh cơ bản về sức khỏe tài chính qua các báo cáo năm trong 5 năm, khi đó bạn sẽ là quá ư phòng vệ để mua bất kỳ chứng khoán riêng rẽ nào. Hãy đưa mình ra khỏi công việc lựa chọn chứng khoán và đi sang quỹ chỉ số, là nơi bạn thuộc về.

[387]. Nghiên cứu của Friend-Blume-Crockett cho giai đoạn từ tháng 1/1960 đến tháng 6/1968 đã_so sánh kết quả hoạt động của hơn 100 quỹ tương hỗ lớn với mức sinh lời của các danh mục đầu tư được xây dựng một cách ngẫu nhiên từ hơn 500 chứng khoán lớn nhất được niêm yết tại sở Giao dịch Chứng khoán New York. Các quỹ trong nghiên cứu của Friend-Blume-Crockett đa có kết quả tốt hơn từ năm 1965 đến năm 1968 so với kết quả của chúng trong nửa đầu giai đoạn đang xét, cũng giống như Graham đã phát hiện trong nghiên cứu của riêng ông (xem ở trên, trang 181 và trang 258-262). Song sự cải thiện đó đã không kéo dài. Và kết luận đột phá này của các nghiên cứu đó - rằng các quỹ tương hỗ, về trung bình, đạt kết quả kém hơn thị trường với mức chênh lệch đại khái bằng chi phí hoạt động và chi phí giao dịch của chúng - đã được khẳng định nhiều lần đến nỗi bất cứ ai nghi ngờ nó cũng có thể thành lập một bộ phận về lĩnh vực tài chính trong Hội Trái đất phẳng.

f3881. Mutual Funds and Other Institutional Investors: A New Perspective (Các quỹ tương hỗ và các tổ chức đầu tư khác: một triển vọng mới), I. Friend, M. Blume, và J. Crockett, McGraw-Hill, 1970. Chúng tôi xin nói thêm rằng kết quả các năm 1966-1970 của nhiều quỹ mà chúng tôi đa nghiên cứu có phần tốt hơn kết qua của chỉ so tổng hợp 500 chứng khoán của Standard & Poor's và tốt hơn nhiều so với kết quả của chỉ số DJIA (Chù thich của tác giã).

[389]. Như chúng tôi đã thảo luận trong bình luận về chương 9, có _một loạt các nguyên nhân khác làm các quỹ tương hỗ không thể nào vượt qua được mức trung bình của thị trường, trong đó co mức sinh lời thấp trên các cân đối tiền của quỹ, và chi phí cao về nghiên cứu và giao dịch chứng khoán. Thêm nữa, một quỹ nắm giữ tới 120 công ty (một con số tiêu biểu) có the theo sát gót chỉ số s & p 500 nếu bất kỳ công ty nào trong số 380 công ty còn lại trong chỉ số đó lại trở thành một kẻ thể hiện xuất sắc. Một quỹ sở hữu càng ít chứng khoán thì nó càng có khả năng để lọt mất một "Microsoft tiếp theo".

f3901. Trong phần này, cũng như ông đã làm ở trang 404-407, Graham tóm tắt giả thuyết thị trường hiệu quả (EMH). Với những biểu hiện gần đây thì ngược lại, vấn đè của thị trường chứng khoán ngày nay không phải là việc quá nhiều nhà phân tích tài chính ngu dốt, mà là việc quá nhiều người trong số họ quá thông minh. Khi mà ngày càng có nhiều người thông minh tham gia tìm kiếm các món hời, thì chính hành động tìm kiếm đó làm cho các món hời ngày càng hiếm hoi, và theo một nghịch lý nghiệt ngã, làm cho các nhà phân tích trông giống như thể họ không có đủ trí tuệ để biện hộ cho sự tìm kiếm đó. Sự định giá của thị trường về một chứng khoán nào đó là kết quả của một hoạt động trí tuệ tập thể rộng lớn, liên tục và theo thời gian thực. Trong hầu hết mọi thời điểm, đối với hầu hết các chứng khoán, trí tuệ tập thể đó có được sự định giá tương đối đúng. Chỉ rất ít khi "Ngài Thị trường" của Graham (xem chương 8) mới nống giá lên một cách điên cuồng.

f3911 . Graham khởi đầu công ty Graham-Newman vào tháng 1/1936 và giải thể nó khi ông ngừng công việc quản lý tiền tệ vao năm 1956,Ê công ty này là ke thừa của một doanh nghiệp hợp danh tên là Benjamin Graham Joint Account (Tài khoản chung của Benjamin Graham), mà ông đã điều hành từ tháng 1/ 1926 đến tháng 12/1935.

[392]. Phòng vệ "không liên quan" bao gồm việc mua vào một cổ phiếu hoặc trái phiếu được một công ty phát hành và bán khống (hay đánh cược vào sự xuống giá) một chứng khoán được một công ty khác phát hành. Phòng vệ "có liên quan" bao gồm việc mua vào và bán ra các cổ phiếu hoặc trái phiếu khác nhau được phát hành bởi cùng một công ty. "Nhóm mới" các quỹ phòng vệ được Graham mô tả đã xuất hiện rộng rãi vào khoảng năm 1968, nhưng sau đó quy định của ủy ban chứng khoán và Giao dịch Mỹ đã hạn chế công chúng rộng rãi tiếp cận với các quỹ phòng vệ.

[393]. Trong năm 2003, một nhà đầu tư thông minh đi theo dòng tư tưởng của Graham có lẽ sẽ tìm kiếm cơ hội trong các ngành công nghệ, viễn thông và dịch vụ tiện ích điện lực. Lịch

sử đã cho thấy là những người thất bại hôm qua thường là những người chiến thắng ngày mai.

[394]. Ghi chú cá nhân: Nhiêu năm trước những trò pháo hoa chứng khoán của công ty đó, tác giả cuốn sách này từng là "phó giám đốc tai chính" với mức lương hoành tráng 3.000 đô la một năm. Nó khi đó thực sự tham gia vào kinh doanh pháo hoa (Chú thích của tác giả). Vào đầu năm 1929, Graham trở thành phó giám đốc tài chính của công ty Unexcelled Manufacturing Co., nhà sản xuất pháo hoa lớn nhất nước Mỹ. Unexcelled sau này trở thành một công ty hóa chất đa dạng và không còn tồn tại dưới dạng độc lập nữa.

[395]. Công ty kế thừa Ngân hàng Công nghiệp Quốc gia bang Rhode Island là công ty tài chính FleetBoston. Một trong những tổ tiên của nó là Ngân hàng Providence, được thành lập năm 1791.

[396]. Cuốn Hưởng dẫn không liệt kê những hệ số nhân lớn hơn 99. Hầu hết trường hợp này là những sự kỳ cục về mặt toán học, được tạo ra bởi mức lợi tức chỉ cao hơn mức không điếm một ít. (Chú thich của tác giả).

[397]. Đối với nhà đầu tư ngày nay, giới hạn thường được thấy hơn cả là khoảng 1 đô la trên một cổ phiếu - một mức mà dưới đó nhiều chứng khoán sẽ là "thôi niêm yết", hay được công bố là không phù hợp để giao dịch tại các sàn lớn. Chỉ riêng việc theo dõi giá chứng khoán của các công ty này cũng đã cần một nỗ lực đang kể, làm chúng trở nên phi thực tế đối với nhà đầu tư phòng vệ. Chi phí của việc giao dịch các chứng khoán giá thấp có the sẽ rất lớn. Cuối cùng, các công ty với giá chứng khoán rất thấp có một xu hướng đáng buồn la ngừng kinh doanh. Tuy nhiên, một danh mục đầu tư đa dạng gồm vài tá các công ty khốn quẫn như vậy có lẽ vẫn la điều hấp dẫn đối với một số nhà đầu tư mạnh bạo ngày nay.

[398]. Theo thuật ngữ của Graham, một lượng lớn đặc quyền kế nghiệp (goodwill) có thể được tạo ra từ hai nguyên nhân: một công ty có thể tiếp quản các công ty khác với mức giá cao hơn nhiều so với giá trị tài sản có của các cong ty đó; hoặc chứng khoán của chính công ty này có thể giao dịch ở mức cao hơn nhiều so với giá trì sổ sách.

[399]. v'ê mặt chuyên môn, giá trị vốn lưu động của một chứng khoán là tài sản có hiện tại trên một cổ phiếu, trừ đi tài sản nợ hiện tại trên một cố phiếu, chia cho số cổ phiếu đang lưu hành. Tuy nhiên, ở đây Graham muốn nói đến "giá trị vốn lưu động ròng', hay là giá trị tài sản có hiện tại trên một cố phiếu trừ đi tổng tài sản nợ trên một cổ phiếu.

[400]. Le coeur a ses raisons que la raison ne connaît point. Câu nói như thơ này là một trong những lý lẽ kết luận trong cuộc tranh luận của nhà thân học vĩ đại người Pháp về cái mà sau này được biết đến như là "sự đánh cuộc Pascal" (xem bình luận về chương 20).

[401]. Như đã được thảo luận trong phần bình luận về chương l_m việc kinh doanh chênh lệch giá của các vụ sáp nhập công ty là hoàn toàn không thích hợp đối với hầu hết các nhà đầu tư cá nhân.

Í4021. Patricia Dreyfus, "Phân tích đău tư bằng hai bài học dễ" (phỏng van Graham), Money, tháng 7/1976, trang 36.

Í4031. Xem bình luận về chương 11.

Í4041. Còn có rất nhiều bân tin khác cũng có mục đích phân tích các danh mục đầu tư chuyên nghiệp, song hầu hết trong số đó chỉ là sự lãng phi thời gian và tiền bạc thậm chi ngay cà đối với một nhà đau tư mạnh bạo. Một ngoại lệ sáng ngời cho những ai có thể dành dụm được tiền là Outstanđing Investor Digest (Tập san Nhà đầu tư xuất chúng) (www.oid.com).

[405],Hạng trên ở đây hiểu theo nghĩa được ưu tiên chi trả trước vốn cố đông (tức cố phiếu thường, được xếp vào hạng dưới) trong trường hợp phát mại công ty (chú thích của người dịch vá Ban biên tập tiểng Việt).

Í4061. Ngụ ý chỉ các công ty điện thoại, viễn thông, vốn bắt nguồn từ tên gọi công ty American Bell Téléphoné Company (tức Bell System hay AT&T), với logo có hình vẽ quả chuông (Bell lấy từ tên họ nhà phát minh Alexander Graham Bell, nhưng đông thời có nghĩa là C|uả chuông). (Chú thích của người địch và Ban biên tập tiếng Việt).

Í4071. Graham ghét cay ghét đắng các chứng chỉ quyền mua cổ phiếu dài hạn, như ông đã nêu rõ điêu đó tại các trang 462-466.

Í4081. Điếm này được minh họa rất hay thông qua việc chào bán hai vụ phát hành trái phiếu của công ty Ford Motor Finance Co. được thực hiện cùng một lúc vào tháng 11/1971. Một vụ là trái phiếu không chuyên đối 20 nam, với tỷ suất lợi tức (lai suất) là 7,5% một năm. Còn vụ kia là trái phiếu 25 năm, có cấp thấp hơn trái phiếu trên xét theo thứ tự được chi trả và chỉ có tỷ suất lợi tức là 4,5% một năm; song nó lại có thể chuyên đối sang cố phiếu của Ford Motor, với giá vào lúc đó là 68,5 đo la. Đê’ có được đặc quyền chuyến đối này, người mua đã phải từ bỗ 40% lợi nhuận và chấp nhận Vị thế người cho vay thấp hơn. (Chứ thich của tác giả).

Í4091. Graham chỉ ra là, bất chấp những lời lẽ khoa trương quảng cáo mà các nhà đầu tư thường nghe thẩy, các trái phiếu chuyên đổi không tự động cho ta "cái tốt nhất của hai phía". Mức lợi tức cao va rủi ro thấp thường là không ỡ¡ sóng đôi nhau. Cái gì mà Phố Wall cho bạn bằng tay này thì thường nó lại lấy đi bằng tay kia. Một đau tư co thể cho bạn cái tốt nhất của phía này, hoặc cái tồi tệ nhất của phía kia, song cái tốt nhất của cả hai phía thì hiếm khi mà có được trong cùng một gói.

[410]. Theo Goldman Sachs và Ibbotson Associates, từ năm 1998 đến năm 2002, các chứng khoán chuyển đối đã tạo ra một tỷ suất lợi nhuận năm trung bình là 4,8%. Mức này tốt hơn đáng kể so với tỷ suất thua lỗ 0,6% của các cổ phiếu Mỹ, song tồi tệ hơn nhiều so với mức sinh lời của các trái phiếu công ty trung hạn (lãi hằng năm 7,5%) và các trai phiếu cong ty dài hạn (lãi hằng năm 8,3%). Vào giữa những năm 1990, theo Merrill Lynch thì khoảng 15

tỷ đô la chứng khoán chuyển đổi được phát hành hằng năm; đen năm 1999, lượng phát hành đã tăng hơn gấp đôi, đạt tới 39 tỷ đô la. Trong năm 2000, 58 tỷ đô la chứng khoán chuyển đối được phát hành, và trong năm 2001, thêm 105 tỷ đô la nữa xuất hiện. NhưGraham đã cảnh báo, các chứng khoán chuyển đổi luôn luôn xuất hiện từ các tiều xảo vào lúc gần cuối của thị trường lên giá - chủ yếu là vì ngay cả các công ty chất lượng kém khi đó cung có mức sinh lợi của chứng khoán kha cao, đủ đề làm cho tính chất chuyển đổi có vẻ hấp dẫn.

[4ỊỤẾ Những thay đổi về mặt cơ cấu gần đây trên thị trường chứng khoán chuyển đối đã phủ nhận một vài phê phán trong số các phê phán này. cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi chiem khoảng một nửa toàn bộ thị trường chứng khoán chuyển đối vào thời Graham, song ngày nay nó chỉ chiếm khoảng một phần tám thị trường. Kỳ hạn thanh toán ngắn hơn lam cho các trái phiếu chuyển đối ít bị biến động hơn, và ngày nay nhiều trái phiếu có đặc tính "phòng vệ đối với biện pháp thu hồi", tức là các đảm bảo nhằm chống lại sự thu hồi sớm. Và trên một nửa các chứng khoán chuyển đổi ngày nay là loại có cấp đầu tư, một sự cải thiện đáng kế về chất lượng tín dụng so với thời của Graham. Như vậy, trong năm 2002, chỉ số chứng khoán chuyển đối toàn nước Mỹ của Merrill Lynch đã mất 8,6%, so với mức giảm 22,1% của chỉ số chứng khoán s & p 500 và mức giảm 31,3% của chỉ số chứng khoán tổng hợp NASDAQ.

[412]. Một trái phiếu bị "thu hồi" khi công ty phát hành nó cố tình thanh toán trước khi nó đến kỳ hạn thanh toán đã được công bố, hay trước thời hạn cuối cùng phải trả lãi. Để xem một tóm tắt ngắn gọn về việc các trái phiếu chuyên đối hoạt động thế nào, xin xem chú thích đầu tiên trong bình luận về chương này (trang 468).

[413]. Trong những năm gần đây, các chứng khoán chuyển đối dường như là cho kết quả tốt hơn so với chỉ số chứng khoan s & p 500 trong giai đoạn các thị trường chứng khoán đi xuống, song chúng thường cho kết quả kém hơn so với các trái phiếu khác. Điều này làm suy yếu, song không bác bo hoàn toàn, phê phán mà Graham nêu ở đây.

[4141. Câu này có thể được dùng như một tấm văn bia cho thị trường lên giá của những năm 1990. Trong "một vài nguyen tắc khôn ngoan" mà nhà đầu tư quên mất có những câu quen đến nhàm của thị trường như "Cây không mọc cao đến tận trời" và "bò (thị trường giá lên) làm ra tiền, gấu (thị trường giá xuống) làm ra tiền, còn lợn thì bị làm thịt".

[4151. Quyền của cổ đông được giữ tỷ lệ vốn của mình trong công ty không đối mỗi khi công ty tăng vốn, bằng cách được đăng ký mua thêm cổ phieu. Con gọi là quyền ưu tiên mua trước (preemptive right). Quyen này có thể tách khỏi cổ phiếu ban đầu và được mua bán độc lập. (Chủ thich của người dịch vã Ban biên tập tiếng Việt).

[4161. Công ty AT&T không còn là một nhà phát hành lớn các trái phiếu chuyên đổi. Trong số các nhà phát hành trái phiếu chuyên đổi lớn nhất ngày nay có General Motors, Merrill Lynch, Tyco International và Roche.

[417]. Để có được phân tích sâu hơn về kết quả tài chính "dự toán theo lệ", xin hãy xem bình luận về chương 12.

[418]. Trong những năm gần đây, các trái phiếu chuyển đổi được phát hành rất nhiều bởi các công ty trong ngành tài chính, y tế và công nghệ.

[4191. Lưu ý rằng vào cuối năm 1971, cổ phiếu thường của Studebaker-Worthington được bán ở mức giá thấp là 38 đô la trong khi cổ phiếu ưu đãi 5 đô la được bán ở mức giá khoảng 77 đô la. Khoản chênh lệch như vậy dã tăng từ 2 lên 20 điểm trong năm đó, một lần nữa lại minh họa thêm cho sự đáng ước ao của những hoán đổi như vậy cũng như là xu hướng của thị trường chứng khoán phớt lờ tính toán số học (một cách ngẫu nhiên, mức trên giá ít ỏi của cổ phiếu ưu đãi so với cò phiếu thường trong tháng 12/1970 đã được tạo nên từ mức cổ tức cao hơn của nó). (Chúthich của tác giã).

[4201. Chứng chỉ quyền mua là một kỹ thuật cực kỳ phổ biến trong tài chính doanh nghiệp vào thế kỷ 19 và tương đối phổ biến thậm chívao thời Graham. Từ đó trở đi, chúng đã bị giảm bớt tầm quantrọng và sự ưa chuộng, đó là một trong số ít các diễn biến mới đây mà có lẽ sẽ mang lại cho Graham một sự hài lòng hoàn toàn. Tại thời điểm cuối năm 2002, chỉ còn lại có bảy phát hành chứng chỉ quyền mua tại sở Giao dịch Chứng khoán New York, đó chỉ là vết tích bóng ma của một thị trường xưa kia. Do các chứng chỉ quyền mua không còn được các công ty lớn sử dụng một cách rộng rãi nữa, các nhà đầu tư ngày nay nên đọc hết phần còn lại trong chương này của Graham chỉ nhằm để hiểu được tư duy logic của ông đã hoạt động thế nào.

[4211. Ngày nay, tàn dư cuối cùng của hoạt động về chứng chỉ quyền mua nằm ở thùng tự hoại của "bảng yết thị" NASDAQ, tức là thị trường phi tập trung cho các công ty tí hon, nơi mà cổ phiếu thường hay được kèm với các chứng chỉ quyền mua để tạo thành một "đơn vị" (tương đương với cái mà Graham gọi là một "gói"). Nếu một nhà môi giới một khi nào đó chào mời để bán cho bạn các "đơn vị" của một công ty nào đó, bạn có thể tin chắc đến 95% là trong gói đó sẽ có các chứng chỉ quyền mua kèm theo, và tin chắc ít nhất là 90% rằng người môi giới đó hoặc là một tên ăn trộm, hoặc là một thằng ngốc. Bởi các nhà môi giới và các công ty môi giới đích thực không có việc gì để làm trong iính vực này.

[4221. Đồng " a-xi-nha Pháp khét tiếng" được phát hành trong cuộc Cách mạng 1789. Ban đầu, chúng là các món nợ của Chính quyền Cách mạng, được đảm bảo một cách công khai bằng giá trị của bất động sản mà những người cấp tiến đã chiếm được từ Giáo hội Công giáo và giới quý tộc. Song những người Cách mạng là các nha quan lý tài chính tồi. Vào năm 1790, lãi suất đối với a-xi-nha bị cắt giảm; chẳng bao lâu sau đó, người ta đã ngừng hoàn toàn việc trả lãi và a- xi-nha được định loại lại thành tiền giấy. Song Chính quyền Cách mạng đã từ chối đổi lại chúng bằng vàng hoặc bạc và lại phát hành thêm một số lượng lớn tiền giấy a-xi-nha mới. Chúng được tuyên bố chính thức là vô giá trị vào năm 1797.

[423]. Graham, một bạn đọc hăng hái của văn học Tây Ban Nha, đã lấy ý một câu trong vở kịch Cuộc đời là một giấc mơ của Pedro Calderon de la Barca (1600- 1681): 'Tội lỗi lớn nhất của con người là đã được sinh ra".

[424]. Như một ví dụ ngắn về việc các trái phiếu chuyển đổi đã hoạt động như thế nào trong thực tế, hãy xem xét các kỳ phiếu chuyển đổi hạng thấp (convertible subordinated note) 4,75% được công ty Doubleclick Inc. phát hành năm 1999. Các kỳ phiếu chuyển đổi này trả 47,50 đô la tiền lai một nam và mỗi kỳ phiếu được chuyển đổi thành 24,24 cổ phần loại co phiếu thường của công ty, tức là "tỷ số chuyển đổi" bằng 24,24. Tại thời điểm cuối năm 2002, cổ phiếu của Doubleclick_có giá là 5,66 đô la trên một cổ phiếu, mang lại cho mỗi trái phiếu một "giá trị chuyển đổi" là 137,20 đô la (5,66 đo la X 2424). Nhưng trái phiếu lại được giao dịch cao gấp khoảng 6 lần mức nói trên, ở mức 881,30 đô la, tạo ra một mức "trên giá chuyển đối", tức là phần cao hơn giá trị chuyển đối, là 542%. Nếu bạn mua vào tại mức giá đó, "thời gian hòa vốn", tức là "giai đoạn hoàn vốn đầu tu" của bạn là rất dài (bạn đã trả nhiều hơn giá trị chuyển đổi của trái phiếu khoảng 750 đô Ịa, do vậy phải mất gần 16 năm trả lãi 47,50 đô la mỗi năm thì bạn mới có thể "thu lại" được khoản tiền trên giá chuyển đổi đó). Do mỗi một trái phiếu Doubleclick chỉ chuyển đổi được hơn 24 cổ phiếu thường một chút, cố phiếu này sẽ phải tăng giá từ 5,66 đô la lên hơn 36 đô la nếu muốn quyền chuyển đổi trở thành một hợp đồng quyền mua thực sự trước khi các trái phiếu đo đáo hạn vào năm 2006. Mức sinh lợi cổ phiếu như vậy không thể có được, mà nó nằm trên biên giới của phép màu. Mức lợi tức tiền mặt đối với trái phiếu cụ thể này rất hiếm khi có vẻ phù hợp, nếu xét đến việc xác suất xảy ra chuyển đổi rat thấp.

[425]. Cũng giống như nhiều sổ sách theo dõi khác được trích dẫn tại Phố Wall, trích dẫn này có tính giả thuyết. Nó cho thấy mức sinh lợi mà bạn có thể kiếm được tại một quỹ chỉ số ảo sở hữu tất cả các trái phiếu chuyên đối quan trọng. Nó không bao gồm bất kỳ phí quan lý hoặc chi phí giao dịch nào (là khá lớn đối với các chứng khoán chuyên đổi). Trong thế giới thực, mức sinh lợi của bạn sẽ phải thấp hơn vào khoảng 2 điëm phần trăm.

[4261. Tuy nhiên, hầu hết các trái phiếu chuyển đổi có thứ hạng thấp hơn so với nợ dài hạn và các khoản vay ngân hàng, do vậy, trong một vụ phá sản, những người giữ các trái phiếu chuyển đổi không có quyền ưu tiên trước nhất đối với cấc tài sản của công ty. Và mặc dù chúng không đến mức rủi ro như cac trái phiếu Ègrếc'm có tỷ suất lợi nhuận cao, nhiều trái phiếu chuyển đổi hiện vẫn được phát hành bởi các công ty có xếp hạng tín dụng dưới mức tiêu chuẩn. Cuối cùng, một phần khá lớn của thị trường trái phiếu chuyển đổi được các quỹ phòng vệ nắm giữ mà các giao dịch theo kiểu bắn nhanh của họ có thể làm tăng thêm sự biến động về giá.

[427]. Để có thêm chi tiết, hãy xem www.fidelity.com, www.vanguard.com, và www.morningstar.com. Nhà đầu tư thông minh sẽ không bao giờ mua một quỹ trái phiếu chuyển đổi với chi phí hoạt động hằng năm vượt quá 1,0%.

[428]. Thế giới tài chính đã bị "chấn động" như thế nào bởi vụ phá sản của Penn Central, được nộp đơn vào những ngày cuối tuần 20-21 tháng 6/1970? Giá giao dịch đóng cửa đối với chứng khoán của Penn Central vào ngày thứ sáu 19/6/1970 là 11,25 đô la trên một cổ phiếu - khó có thể xem là giá của một công ty đang chuẩn bị từ bỏ kinh doanh. Trong thời gian gan đây hơn, các chứng khoán kiểu như Enron và WorldCom cũng được bán ở mức tương đối cao ngay trước khi các cong ty đó nộp đơn xin bảo hộ phá san.

f4291 . Penn Central là sản phẩm của một vụ sáp nhập, được tuyên bố vào năm 1966, giữa Pennsylvania Railroad và New York Central Railroad.

[430]. Loại trò ảo thuật kế toán này, trong đó lợi nhuận được báo cáo như thể là các chi phí "bất thường" hoặc "khác thường" hoặc "không định kỳ" không có ảnh hưởng gì, được liệu trước là dựa vào các thông báo tài chính "dự toán theo lệ" đã trở thành phổ biến vào cuối những năm 1990 (xem bình luận về chương 12).

[4311. 'Tỷ lệ vận chuyển" (transpotation ratio) của một công ty đường sắt (ngày nay thường được gọi là tỷ lệ hoạt động [operating ratio]) đo lường chi phí vận hành các đoàn tàu trên tống doanh thu của công ty đường sắt. Tỷ lệ này càng cao thì hiệu quả của cồng tý đường sắt cang thấp. Ngày nay, một ty lệ 70% thậm chí cũng được xem la tuyệt vời.

Í4321. Hãy xem, chẳng hạn, bài viết " Sáu lá cờ trên nửa cột buồm" của Tiến sĩ A. J. Briloff, trong Barron's, ngày 11/1/1971. (Chú tììich cùa tác giả).

f4331 . Ngày nay, Penn Central là một kỷ niệm phai mờ. Năm 1976, công ty được hấp thụ vào Consolidated Rail Corp. (Conrail), một công ty cổ phần khống chế được chính phủ Liên bang cấp vốn đã cứu trợ nhiều công ty đường sắt bị thua lỗ khác. Conrail đã bán các cố phiếu của mình ra công chúng vào năm 1987, và vào năm 1997 đã bị đồng thâu tom bởi hai công ty là CSX Corp. và Norfolk Southern Corp.

[4341 . Ling-Temco-Vought Inc. được thành lập năm 1955 bởi James Joseph Ling, một nhà thầu điện, người đã bán 1 triệu đô la giá trị cổ phiếu đầu tiên của mình ra cồng chúng bằng cách trở thành ngân hàng đầu tư của chinh mình, tung ra các bản cáo bạch cua mình từ một cái quầy đặt tại Hội chợ bang Texas. Thành công của ông trong vụ này đã dẫn ông đến việc mua lại hàng tá công ty khác nhau, hầu như là luôn sử dụng chứng khoán của LTV để trả cho việc mua các công ty đó. LTV càng tiếp quản nhiều công ty thì giá chứng khoán của no càng lên cao; giá chứng khoan của nó càng lên cao thì nó càng có khả năng tiếp quản nhiều công ty thêm nữa. Cho đến cuối năm 1969, LTV là công ty lớn thứ 14 trong danh sách Fortune 500 công ty lớn nhất nước Mỹ. Và khi đó, như Graham đã cho thấy, toàn bộ ngôi nhà bằng bìa đã sụp đổ (LTV Corp., hiện chỉ còn là một nhà sản xuất thép, đã kết thúc với việc tìm kiếm bảo hộ phá sản vào năm 2000). Các công ty tăng trưởng từ đầu thông qua các thâu tóm được gọi là "những kẻ thâu tóm hàng loạt" - và không phải là ngẫu nhiên có sự tương tự với cụm từ "những kẻ giết người hàng loạt". Như trường hợp của LTV đa cho thấyT những kẻ thâu tóm hàng loạt hầu như luôn để lại những chết chóc và tàn phá tài chính trên đường đi

của chúng. Các nhà đầu tư nào hiểu được bài học này của Graham hẳn là sẽ tránh được các con cưng của những năm 1990 như Conseco, Tyco, and WorldCom.

[435]. Thứ truyền thống đê tiện giấu tình cảnh lợi nhuận thực sự của công ty dưới cái vỏ các chi phí tái cấu trúc hiện vẫn còn tồn tại vào thời của chúng ta.

Việc chồng chất mọi chi phí có thể có vào trong một năm đôi khi được gọi là phương pháp kế toán "bồn tắm lớn" hoặc "chậu rửa nhà bếp . Các mánh khóe sổ sách kế toán này cho phép các công ty dễ dàng tạo ra một sự thể hiện về sự tang trưởng biểu kiên trong năm tiếp theo - song nhà đầu tư không được nhầm lẫn điều đó với tình trạng sức khỏe thực sự của doanh nghiệp.

[436]. 'Tài sản chiết khấu trái phiếu" ("bond-discount asset") dường như có nghĩa là LTV đã mua vào một số trái phiếu dưới mức mệnh giá và đã xử lý khoản chiết khâu đó như một tài sản, dựa trên lập luận là các trái phiếu cuối cùng có thể được bán ngang mệnh giá. Graham đã giễu cợt điều này, bởi hiếm khi có the có cách nào để biết được giá thị trường của trái phiếu sẽ là bao nhiêu tại một thời điểm nhất định trong tương lai. Nếu như các trái phiếu chỉ có thể bán được ở mức giá dưới mệnh giá, thì "tài sản có" này trong thực tế lại trở thành "tài san nợ".

[4371. Chúng ta chỉ có thể hình dung là Graham sẽ nghĩ thế nào về trường hợp các doanh nghiệp ngân hang đầu tư đã đưa chứng khoán của InfoSpace, Inc. ra công chúng vào tháng 12/1998. Chứng khoán đó (được điều chinh đối với các chia tách sau đó) mở cửa cho giao dịch ở mức 31,25 đồ la, đạt đỉnh 1305,32 đô la trên một cổ phiếu vào tháng 3/2000, và kết thúc năm 2002 ở mức huy hoàng 8,45 đô la trên một cổ phiếu.

[4381. Graham chắc có lẽ sẽ không thất vọng, mặc dù chắc hẳn là sẽ không ngạc nhiên, khi thấy các ngân hàng thương mại đã thường xuyên hỗ trợ cho "các cuộc mở rộng bấp bênh". Enron và Worldcom, hai trong số các vụ sụp đổ lớn nhất trong lịch sử doanh nghiệp, đã từng được hỗ trợ và tiếp tay bằng hàng tỷ đo la tiền vay ngân hàng.

f4391 . Vào tháng 6/1972 (chỉ ngay khi Graham vừa hoàn thành chương này), một chánh tòa án liên bang đã thấy rằng Chủ tịch của NVF Victor Posner đã chuyển một cách không thích hợp tài sản trong quỹ hưu Sharon Steel "để hỗ trợ cho các công ty chi nhánh trong việc thâu tóm các công ty khác". Vào năm 1977, Uy ban chứng khoán và Giao dịch Mỹ đã đưa ra một lệnh cấm vĩnh viễn đối với Posner, NVF và Sharon Steel nhằm ngăn cản họ trong tương lai vi phạm các đạo luật của Liên bang về chống gian lận chứng khoán, ủy ban này đã khẳng định là Posner và gia đình của ông đã kiêm được mọt cách không phù Sharon, đã phóng đại lợi nhuận trước thuế của Sharon lên thêm 13,9 triệu đô la, đã ghi sổ sai lượng tồn kho, và đã "dịch chuyển lợi nhuận và chi phí từ một năm này sang một năm khác". Sharon Steel, được Graham chọn ra bằng con mắt lạnh lùng và hoài nghi của ông, đã trở nên nổi tiếng trong những kẻ thích đùa cợt ở Phố Wall với biệt danh "Chia nhau và Ăn trộm" (chơi chữ tiếng Anh "Share and Steal", nhại tên Sharon Steel). Sau này Posner là lực lượng chủ yếu trong làn

sóng mua lại bằng đòn bẩy tài chính và các vụ thâu tóm không thân thiện đã quét qua nước Mỹ vào những năm 1980, khi ông trở thành khách hàng chính đối với các trái phiếu rác được bao tiêu bởi Drexel Burnham Lambert.

[4401. Nguyên văn: the tail-wagging-dog nature, ngụ ý nhóm thiểu số chi phối nhóm đa số, hoặc cái ít hơn quyết định cái bao quát hơn. (Chủ thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[4411. "Nhân tố pha loãng lớn" có thể được kích hoạt khi các nhân viên của NVF thực hiện các quyền của mình theo chứng chỉ để mua cổ phiếu thường. Khi đó, công ty này sẽ buộc phải phát hành thêm nhiều cổ phieu nữa, và lợi tức rong cua nó có thể bị chia sẻ cho một số lượng lớn hơn nhiều của cổ phiếu đang lưu hành.

[4421. Jackie Williams thành lập AAA Enterprises vào năm 1958. Trong ngày giao dịch đầu tiên của mình, chứng khoán của công ty này đã tăng giá 56% vọt lên mức đóng cửa là 20,25 đo la. Sau đó Williams đã tuyên bố là mỗi tháng AAA sẽ đưa ra một khái niệm nhượng quyền kinh doanh mới (nếu mọi người có thể bước vào ngôi nhà lưu động để nhận được tờ khai thuế thu nhập của họ được thực hiện bởi "Ngài Thuế của nước Mỹ" thì hãy thử tưởng tượng xem còn những gì khác mà họ có thể làm bên trọng cái toa moóc đo!). Song AAA đã cạn cả thời gian lẫn tiền bạc trước cả khi Williams cạn ý tưởng. Lịch sử của AAA Enterprises là sự hồi tưởng về bản anh hùng ca của một công ty sau này với mọt ban lãnh đạo đầy sức lôi cuốn và số tài sản rất ít ỏi: ZZZZ Best đã đạt được giá trị thị trường chứng khoán vào khoảng 200 triệu đô la vào cuối những năm 1980, mặc dù việc kinh doanh máy hút bụi công nghiệp mà nó nhắm đến không có gì hơn chỉ là một cái điện thoại và một văn phòng đi thuê được điều hành bởi một anh chàng tuổi teen tên là Barry Minkow. ZZZZ Best đã tan vỡ còn Minkow thì vào tù. Thậm chí ngay khi bạn đang đọc dòng này, một công ty tương tự khác đang được hình thành và một thế hệ "các nhà đầu tu" sẽ lại được cho đi tàu lượn, song không ai đã đọc Graham lại bước lên tàu lượn đó.

[4431. Trong bài thơ "Abou-Ben-Adhem" của nhà thơ trữ tình người Anh Leigh Hunt (1784-1859), một người Hồi giáo chất phác nhìn thấy một thiên thần đang viết "ten của những ai yêu mến Đức Chúa Trời" vào một cuốn sách bằng vàng. Khi thiên thần nói với Abou rằng tên của anh ta không nằm trong số đó̜ Abou nói: 'Tôi cầu xin ngài khi đó̜ hãy viết tên tôi như một người yêu mến đồng loại của mình". Đêm hôm sau, thiên thần quay trở lại để cho Abou xem cuốn sách, trong đó bây giờ có "tên của Ben- Adhem dẫn đầu tất cả các tên khác".

[4441. Bằng cách mua vào nhiều hơn cổ phiếu thường tại mức giá cao hơn giá trị sổ sách của nó̜ công chúng đầu tư đã làm tăng giá trị vốn cố đông trên một cố phiếu của AAA. Song các nhà đầu tư đã chỉ tự kéo mình lên cao bằng các nỗ lực của chính họ, bởi vì hầu hết sự tăng vốn cố đông là đến từ sự mong muốn của chính công chúng trả giá cao cho chứng khoán đó.

[4451. Quan điểm của Graham là các ngân hàng đầu tư không có quyền được nhận sự khen ngợi đối với lợi nhuận mà một chứng khoán nóng có thể tạo ra ngay sau khi nó được phát

hành ra cồng chúng lần đạu (IPO), trừ phi họ cung muốn nhận sự buộc tọi về diễn biến hoạt động của chứng khoán trong dài hạn hơn. Nhiều vụ phát hành lần đầu ra công chúng của Internet đã tăng 1.000% hoặc hơn nữa trong năm 1999 và đầu năm 2000,[É] hầu hết trong số đó đa mất hơn 95% trong ba năm tiếp sau đó. Làm sao mà một số lợi nhuận ban đầu kiếm được bởi một số ít nhà đầu tư có thể biện minh được cho sự tàn phá to lớn về tài sản mà hàng triệu người đến sau phải chịu? Nhiều phát hành lần đầu ra công chúng trên thực tế đã được cố tình định giá thấp để "sản xuất" ra lợi nhuận ngay lập tức nhằm lôi kéo sự chú ý cho lần phát hành tiếp theo.

[446]. Bốn câu đầu tiên trong đoạn văn của Graham có thể được xem như tấm mộ chí chính thức cho bong bóng Internet và viễn thông bị vỡ vào đầu năm 2000. Cũng giống như lời cảnh báo của Tổng Y sĩ Hoa Kỳ ghi trên bao thuốc lá không ngăn được bất kỳ ai khỏi châm thuốc hút, chẳng có cải cách nào về chức năng điều tiết ngăn được các nhà đầu tư sử dụng quá mức lòng tham của chính họ bao giờ. (Ngay cả chế độ cộng sản cũng không thể đưa các bong bóng ra ngoài vòng pháp luật,[ễ] thị trường chứng khoan Trung Quốc đã vọt lên đến 101,7% trong nửa đầu năm 1999, sau đó thì sụp đổ). Các ngân hàng đầu tư cũng chưa bao giờ có thể tầy sạch được toàn bộ sự thúc ép chính mình bán ra bất kỳ chứng khoán nào ở bất kỳ mức giá nào mà thị trường sẽ phải chấp nhận. Cái vòng Ilian quẩn này chỉ có thể bị phá vỡ bởi một nhà đạu tư và một nhà tư vấn tài chính tại mỗi thời điếm. Nắm vững các nguyên tắc của Graham (đặc biệt hãy xem các chương 1, 8 và 20) là cách tốt nhất để bắt đầu.

[4471. Tài liệu này, cũng giống như tất cả các bản báo cáo tài chính khác được trích dẫn trong chương này, có sẵn cho công chúng qua cơ sở dữ liệu của EDGAR tại www.SGC.gov.

[448]. Sự chết yểu của vụ thâu tóm Chromatis được phân tích trong The Financial Times (Thời báo tài chính), số ra ngày 29/8/2001, trang 1 và số ra 1/9-2/ 9/2001, trang XXIII.

[449]. Imelda Marcos: cựu đệ nhất phu nhân Philippines, nổi tiếng về mua sắm xa hoa. (Chú thích cùa người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[450]. Khi hạch toán cho các vụ thâu tóm, việc chất đống lên WOOPIPRAD đã cho phép Tyco giảm được phần của giá mua vào được phân bổ cho đặc quyền kế nghiệp. Do WOOPIPRAD có thể được chi trả trước, trong khi đặc quyền kế nghiệp (theo các quy định về kế toán có hiệu lực khi đó) phải được gạch sổ trong một giai đoạn kéo dài nhiều năm, thủ đoạn này cho phép Tyco giảm thiểu được tác động của chi phí về đặc quyên kế nghiệp đối với lợi nhuạn tương lai của no.

[451]. Trong năm 2002, cựu Tổng giám đốc của Tyco là L. Dennis Kozlowski đã bị các các cơ quan pháp luật của bang và Liên bang buộc tội gian lận thuế thu nhập và chuyển một cách không thích hợp các tài sản doanh nghiệp của Tyco cho cá nhân ông ta sử dụng, trong đó có việc chiếm đoạt 15.000 đô la để mua một cái giá cắm ô và 6.000 đô la để mua một cái màn che bồn tắm. Kozlowski phủ nhận tất cả các lời buộc tội.

[452]. Tiết lộ: Jason Zweig là một nhân viên của Time Inc., trước đây là một bộ phận của Time Warner và nay là một đơn vị thuộc AOL Time Warner Inc.

[4531. Bản cáo bạch của eToys có bìa gấp vẽ một tranh biếm họa độc đáo về con lợn răng ống Arthur, theo phong cách truyện tranh cho thấy là mua đồ chơi tại eBay sẽ dễ dang hơn bao nhiêu so với tại các cửa hàng truyền thống. Như nhà phân tích Gail Bronson từ IPO Monitor (Giám sát phát hành lần đầu ra công chúng) đã nói với hãng thông tấn Associated Press vào ngày mà eToys phát hành chứng khoán, "eToys đã xử ly một cách rat, rất thông minh sự phát triển của công ty vào năm ngoái và đã định vị bản thân mình như là một trung tâm internet trẻ em". Bronson nói thêm: "Chìa khóa của một vụ phát hành lần đâu ra công chúng thành công, đặc biệt là một phát hành chấm com, là tiếp thị tốt và thương hiệu tốt". Bronson đã đúng một phần: chìa khóa của vụ phát hành lần đầu ra công chúng thành công, đó là đối với công ty phát hành và các nhà ngân hàng. Rất không may, đoi với các nhà đầu tư thì chìa khóa của một phát hành thành cồng là lợi nhuận, cái mà eToys không có.

[4541. ờ đây Graham mô tả Real Estate Investment Trust (Quỹ ủy thác đầu tư bất động sản), bị mua bởi San Francisco Real Estate Investors năm 1983 với 50 đô la trên một cổ phiếu. Đoạn tiếp theo mô tả Realty Equities Corp. của New York.

[455]. Diễn viên Paul Newman đã từng là cổ đông chính của Realty Equities Corp. của New York trong một thời gian ngắn sau khi ong ta mua công ty sản xuất phim của minh là Kayos, Inc., vào năm 1969.

[456]. Graham, một người đọc thơ ca một cách háo hức, trích dẫn bài "Khúc bi thương viết tại một nghĩa địa làng quê" của Thomas Gray.

[4571. REC đã bị loại khỏi danh sách niêm yết tại sở Giao dich Chứng khoán Mỹ vào tháng 9/1973. Năm 1974, Uy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ đã kiện các kế toán của REC về tội gian lận. Người sáng lập REC là Morris Karp sau này đã nhận một tội danh chiếm đoạt nghiêm trọng. Trong những năm 1974- 1975, khoản nợ cực lớn mà Graham phê phán đã dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính tại các ngân hàng lớn, trong đó có Chase Manhattan, những ngân hàng đã cho các quỹ ủy thác bất động sản hung hăng nhất vay số tiền lớn.

[4581. Graham dùng từ "khối lượng" ("volume") để chỉ doanh số hay doanh thu - tống số tiền (đô la) thu từ kinh doanh cua mỗi công ty.

[459]. "Hậu thuẫn bằng tài sản" ("asset backing") và giá trị sổ sách (book value) là các từ đồng nghĩa.

cổ phiếu giá trị (value stock) mà ông đã phân tích trong chương 15 (xem trang 433). Từ sau khi Graham hoàn thành các nghiên cứu của ông, một số lớn các công trình học thuật đã khẳng định là các cổ phiếu giá trị đã cho kết quả tốt hơn là các cổ phiếu tăng trưởng trong các giai đoạn dài. (Phần lớn các nghiên cứu tot nhất trong lĩnh vực tài chính hiện đại đơn giản là cung cấp một khẳng định độc lập về điều mà Graham đã thể hiện từ nhiều thập kỷ

trước đó). Chẳng hạn, xem James L. Davis, Eugene F. Fama, và Kenneth R. French, "Các đặc trưng, hiệp phương sai và mức sinh lợi trung bình: 1929-1997", tại http://papers.ssrn.com.

f4611 . Air Products and Chemicals, Inc. hiện vẫn còn tồn tại như một chứng khoán được giao dịch đại chúng và được đưa vào chỉ số Standard & Poor's 500. Air Reduction Co. trở thành một công ty con bị sở hữu hoàn toàn của Tập đoàn BOC (khi đó có tên là British Oxygen) vào năm 1978.

[4621. Bạn có thể xác định mức lợi nhuận, được đo bằng tỷ suất lợi nhuận trên doanh số và tỷ suất lợi nhuận trên vốn, bằng cách tham khảo đến phần 'Tỷ số" của bảng 18-3. "Lợi nhuận ròng/doanh số" đo tỷ suất lợi nhuận trên doanh số, "Lợi tức/giá trị sổ sách" đo tỷ suất lợi nhuận trên vốn.

[463]. American Home Products Co. ngày nay đã được biết đến với tên gọi Wyeth,ể chứng khoán này được đưa vào chỉ số 500 chứng khoán của Standard & Poor's. American Hospital Supply bị Baxter Corp. mua lại năm 1985.

[464]. "Gần gấp 30 lần" được thể hiện bằng con số 2920% trong mục "Giá/giá trị sổ sách" của phần Các tỷ số trong bảng 18-4. Graham chắc hẳn sẽ lắc đầu ngạc nhiên vao giai đoạn cuối năm 1999 và đầu năm 2000 khi mà nhiều công ty công nghệ cao đã bán với giá gấp hàng trăm lần giá trị tài sản của họ (xem bình luận về chương này). Nói đến việc "hầu như chưa bao giờ được nghe thấy trong biên niên sử các cuộc định giá nghjem túc của thị trường chứng khoán", H & R Block vẫn tồn tại như một công ty được giao dịch đại chúng, trong khi đó Blue Bell đã bị biến thành công ty gọi vốn hẹp vào năm 1984 với giá 47,50 đô la trên một cổ phieu.

[4651. Bạn đọc sẽ nhớ lại từ trang 485 ở trên là AA Enterprises đã thử tìm cách gia nhập lĩnh vực kinh doanh này, song đã nhanh chóng thất bại. (Chú thích của tác giả), ở đây Graham đã đưa ra một kết luận uyên thâm và đãy nghịch lý: một công ty càng làm ra nhiều tiền thì càng dễ phải đối mặt với sự cạnh tranh mới, bởi vì tỷ suất lợi nhuận cao đưa ra một tín hiệu rõ ràng rằng đồng tiền có thể kiếm được dễ dàng. Cạnh tranh mới, đen lượt nó, sẽ dẫn đến giá thấp hơn và lợi nhuận ít hơn. Điểm cốt yếu này đã bị những người quá nhiệt thành mua chứng khoán Internet bỏ qua. Những người đó đã tin rằng ke thắng ban đầu dễ duy trì được lợi thế của họ mãi mãi.

[466]. Graham cảnh báo bạn đọc về một dạng "lừa đảo của người đánh bạc", theo đó các nhà đầu tư tin là một chứng khoán được định giá quá cao sẽ phải hạ giá đơn giản chỉ vì nó được định giá quá cao. Cũng giống như đồng xu chắc sẽ không thể nào cứ ngửa đúng một mặt khi rơi xuống đất 9 lần liên tiếp, một chứng khoán (hay thị trường chứng khoán!) được định giá quá cao có thể vẫn nằm ờ mức định giá cao đó trong một thời gian lâu đến mức đáng ngạc nhiên. Điều đó làm cho việc bán khống, tức là đánh cược rằng các chứng khoán sẽ hạ giá, là quá rủi ro đối với những người trần mắt thịt.

[467]. International Harvester là công ty thừa kế McCormick Harvesting Machine Co., nhà sản xuất máy gặt McCormick đã từng giúp biến các bang mien Trung Tây nước Mỹ thành ro bánh mì của the giới". Song International Harvester đã rơi vào những thời điểm khó khăn trong những năm 1970 và năm 1985 nên đã bán phần kinh doanh máy nông nghiệp của mình cho Tenneco. Sau khi đổi tên thanh Navistar, công ty còn lại đã bị tống cổ ra khỏi Dow vào năm 1991 (mặc dù nó vẫn là thành viên của chỉ số s & p 500). International Flavors & Fragrances, cũng là thành viên của s & p 500, có tổng giá trị thị trường chứng khoán là 3 tỷ đô la vào đầu năm 2003, so với 1,6 tỷ đô la của Navistar.

[468]. Để biết thêm tư tưởng của Graham về tính tích cực của cổ đông, hãy xem bình luận về chương 19. Bằng cách phê phán Harvester đã từ chối tối đa hóa lợi ích của cổ đông, Graham đã tiên đoán đúng một cách lạ thường về hành vi của ban lãnh đạo tương lai của công ty này. Vào năm 2001, đa số cổ đông đã biểu quyết để gạt bỏ các hạn chế của Navistar đối với các vụ trả giá thâu tóm từ bên ngoài để kiểm soát công ty - song ban giám đốc đã từ chối thực hiện các nguyện vọng của cổ đông. Điều đáng lưu ý là xu hướng phản dân chủ trong văn hóa của một số công ty có thể diễn ra trong hàng chục năm.

[469]. McGraw-Hill vẫn là một công ty được giao dịch đại chúng và sở hữu, ngoài những hoạt động khác của nó; tạp chí BusinessWeek và Standard & Poor's Corp.

Còn McGraw Edison ngày nay là một bộ phận của Cooper Industries.

[470]. Trong "cuộc sụp đổ tháng 5/1970" mà Graham đã nêu, thị trường chứng khoán Mỹ mất 5,5%. Từ cuối tháng 3 đến cuối tháng 6/1970, chỉ số s & p 500 mất 19% giá trị của nó, một trong những tỷ suất lợi nhuận của ba tháng tồi tệ nhất ghi nhận được trong lịch sử.

[471]. National Presto hiện vẫn còn là công ty được giao dịch đại chúng. National General bị mua lại trong năm 1974 bởi một công ty tổ hợp gây nhiều tranh cãi khác là American Financial Group, một doanh nghiệp vào các thời điểm khác nhau có quyền lợi trong các lĩnh vực truyền hình cáp, ngân hàng, bất động sản, quỹ đầu tư tương hỗ; bảo hiểm và chuối. AFG cũng là nơi yên nghỉ cuối cùng của một số tài sản của công ty Penn Central Corp. (xem chương 17).

[4721. Whiting Corp. kết cục đã trở thành một công ty phụ thuộc của Wheelabrator-Frye; song bị thâu tóm thành một công ty gọi vốn hẹp năm 1983. Willcox & Gibbs hiện được sở hữu bởi Group Rexel, một nhà sản xuất thiết bị điện và là một bộ phận của Tập đoàn Pinault-Printemps-Redoute của Pháp. Các cổ phiếu của Rexel được giao dịch tại sở Giao dịch chứng khoán Paris.

[4731 . Bạn hãy tự hỏi mình xem là chứng khoán của công ty nào có lẽ sẽ tăng giá hơn nữa: một công ty đã tìm ra thuốc chữa được một bệnh ung thư hiếm thấy, hay là một công ty đã tìm ra một cách mới để xử lý một loại rác thông thường. Thuốc chữa ung thư nghe có vẻ là lý thú hơn đối với hầu hết các nhà đầu tư, song một cách thức mới để loại bỏ rác thải chắc hẳn

sẽ làm ra nhiều tiền hơn. Hãy xem Paul Slovic, Melissa Finucane, Ellen Peters, và Donald G. MacGregor, 'sJác động nghiệm suy" ("The Affect Heuristic"), trong sách của Thomas Gilovich, Dale Griffin, và Daniel Kahneman (biên soạn) Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment (Nghiệm suy và thiên kiến: Tâm lý học suy đoán trực giác) (Cambridge University Press, New York, 2002), trang 397-470, và Donald G. MacGregor, "Hình tượng và suy đoán tài chính", The Journal of Psychology and Financial Markets (Tạp chí Tâm lý và Thị trường Tài chính), tập 3, số 1,2002, trang 15-22.

[4741. "Những kẻ thâu tóm hàng loạt", tăng trưởng chủ yếu bằng cách mua các công ty khác, hầu như luôn luôn gặp một kết cục tồi tệ ở Phố Wall. Hãy xem bình luận về chương 17 để có một phân tích dài hơn.

[4751. Jeremy Siegel, "Các chứng khoán công nghệ vốn lớn là sự đánh cuộc của kẻ khờ khạo", Wall Street journal, ngày 14/3/2000 (cũng có thể tìm thấy tại WWW .jeremysiegel.com).

[4761. Chứng khoán của Yahoo! được chia tách một đổi hai vào tháng 2/2000; giá của cổ phiếu được nêu ở đây là chưa điều chỉnh cho chia tách đó nhằm thể hiện được các mức mà chứng khoán này được thực sự giao dịch. Song tỷ suất phần trăm lợi nhuận và giá trị thị trường của Yahoo!, như được trích dẫn ờ đây, có phản ảnh sự chia tách đó.

[477]. Có tính đến tác động của các thâu tóm, doanh thu của Yahoo! là 464 triệu đồ la. Graham đã phê phán các tỷ số P/E cao (ngoài các điểm khác ra) trong các chương 7 và 11.

[478]. Yum! khi đó được biết đến như là Tricon Global Restaurants, Inc. (công ty Các tiệm ăn toàn thế giới Tricon), mặc dù ký hiệu bảng điện chứng khoán của nó là YUM. Công ty này đã chính thức đổi tên là Yum! Brands, Inc. vào tháng 5/2002.

[4791. Xem "Tổng giám đốc điều hành nói" và "Điểm mấu chốt", Money€ tháng 5/2000, trang 42-44.

[4801. Vào đàu năm 2003, giám đốc tài chính (CFO) của Capital One từ chức sau khi các nhà điều tiết chứng khoán tiết lộ là họ có thể sẽ buộc tội ông về các vi phạm luật chống giao dịch nội gián.

[481]. Để có cái nhìn sâu hơn về sự kiện kỳ lạ này, xin hãy xem Owen A. Lamont và Richard H. Thaler, "Liệu thị trường có thể cộng và trừ không?", Cơ quan Nghiên cứu kinh tế quốc gia, bài viết số 8302, tại trang www.nber.org /papers/w8302.

[482]. CMGI bắt đầu cuộc đời doanh nghiệp với tư cách là College Marketing Group (Tập đoàn tiếp thị đại học), một công ty bán các thông tin về các giáo sư và các khóa học đại học cho các nhà xuất bản học thuật - một ngành kinh doanh có sự tương tự mờ nhạt song đáng lo ngại như là National Student Marketing (Công ty Tiếp thị sinh viên quốc gia) mà Graham đã phân tích ở trang 263.

[483]. Chơi chữ tiếng Anh, red hot (nóng đỏ) đối với tên công ty là Red Hat. (Chú thich của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[484]. Tất cả giá chứng khoán của Red Hat đã được điều chỉnh vì chia tách chứng khoán một đối lấy hai của công ty này vào tháng 1/2000.

[485]. Trớ trêu thay, 65 năm trước đây Graham đã chọn riêng ra Brown Shoe như là một trong những công ty ổn định nhất tại sở Giao dịch Chứng khoán New York. Hãy xem bản in năm 1934 của cuốn Phân tích chứng khoán, trang 159.

[486]. Chúng tôi sử dụng khoảng thời gian 9 tháng chỉ vì không thể xác định được các kết quả 12 tháng của Red Hat từ các báo cáo tài chính của công ty này mà không bao gồm cả kết quả của các vụ mua công ty.

[4871. Chơi chữ tiếng Anh, red ink (nghĩa đen là mực đỏ) chỉ sự thua lỗ, thâm hụt. (Chú thich của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[4881. Trớ trêu thay, các vụ thâu tóm bắt đầu cạn dần chẳng bao lâu sau khi lần xuất bản được chỉnh lý cuối cùng của Graham xuất hiện và những năm 1970 và đầu những năm 1980 đánh dấu một điểm thấp tuyệt đối về tính hiệu quả công nghiệp của nước Mỹ hiện đại. Xe ô tô con là những "đồ khuyết tật", máy thu hình và đài phát thanh liên tục phải sửa chữa, và ban giám đốc của nhiều công ty niêm yết đại chúng đã phớt lờ cả quyền lợi hiện tại của các cổ đông bên ngoài của họ lẫn các triển vọng tương lai của chính các doanh nghiệp của họ. Tất cả điều đó bắt đầu thay đổi vào năm 1984, khi nhà kỉnh doanh dầu mỏ T. Boone Pickens bắt đầu một nỗ lực thâu tóm không thân thiện công ty Gulf Oil. Chẳng bao lâu sau, được tiếp viện bởi tài trợ bằng các trái phiếu rác do Drexel Burnham Lambert cung cấp, "những kẻ đột kích doanh nghiệp" đã ngự trị trong khung cảnh của nước Mỹ doanh nghiệp, xua đuổi các công ty đã xơ cứng từ lâu vào chế độ trị liệu về hiệu quả. Mặc dù nhiều công ty tham gia vào việc mua lại và thâu tóm đã bị tàn phá, phần còn lại của nước Mỹ doanh nghiệp đã hiện lên vừa gãy gò hơn (điều này là tốt) lại vừa tầm thường hơn (điều này đôi khi là không tốt).

[489]. Điều trớ trêu mà Graham mô tả ở đây còn tăng mạnh hơn trong những năm 1990, khi mà hầu như là công ty càng mạnh bao nhiêu thì khả năng nó chi trả cổ tức càng ít bấy nhiêu - hoặc do các co đông của công ty đó muốn như vậy. 'Tỷ số chi trả" (tức là phần trăm của tỷ lệ lợi nhuận ròng mà các công ty chi trả như cổ tức) đẩ tụt từ "60% đến 75%" vào thời Graham xuống 35% đến 40% vào cuối những năm 1990.

[490]. Các nghiên cứu phân tích đã cho thấy là trong trường hợp tiêu biểu, một đồng đô la được chi trả dưới dạng cố tức có tác động tích cực lên thị trường chứng khoán gấp bốn lần một đồng đô la lợi tức không được phân phối. Điểm này được minh họa khá rõ qua nhóm các công ty tiện ích công cộng trong một số năm trước 1950. Các phát hành có mức chi trả cổ tức thấp được bán ở mức hệ số lợi tức thấp, và điều đó cho thấy rằng đó là các món mua vào

đặc biệt hấp dẫn, bởi vì cổ tức của chúng sau đó đã tăng lên. Kể từ năm 1950, tỷ lệ chi trả đã trở nên đồng đều hơn đối với lĩnh vực công nghiệp đó. (Chủ thich của tác giả).

[491]. Vào cuối những năm 1990, các công ty công nghệ là những kẻ bảo vệ đặc biệt mạnh mẽ quan điểm cho rằng tất cả lợi tức của họ cần phải được "tái đầu tư trở lại doanh nghiệp", nơi mà chúng có thể tạo ra được mức sinh lời cao hơn so với lợi nhuận mà bất kỳ một cổ đông bên ngoài nào có thể tạo được bằng cách tái đầu tư chính số tiền đó nếu như nó được chi trả cho họ dưới dạng cổ tức. Thật không thể tin được, các nhà đầu tư chưa bao giờ đặt dấu hỏi về sự đúng đắn của các nguyên lý kẻ cả kiểu "Bố là người biết rõ nhất" này - hoặc thậm chí là nhận thức rằng tiền của công ty là thuộc về các cổ đông chứ không phải các giám đốc. Hãy xem bình luận về chương này.

[492]. Giá chứng khoán của Superior Oil đạt đỉnh ở mức 2.165 đô la trên một cổ phiếu vào năm 1959, khi mà công ty trả cổ tức 4 đô la trên một cổ phiếu. Trong nhiều nam, Superior là chứng khoán có giá cao nhất trong danh sách niêm yết tại sở Giao dịch chứng khoán New York. Superior, được kiểm soát bởi dòng họ Keck từ Houston, đã bị thâu tóm bởi Mobil Corp. vào năm 1984.

[493]. Thặng dư lợi tức (earned surplus): phần lợi tức không chi trả dưới dạng cổ tức mà được giữ lại để kinh doanh hoặc trả nợ, đồng nghĩa với lợi tức giữ lại (retained earnings) hay lợi nhuận không phân phối (unappropriated profit). (Chú thích của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).

[4941. Ngày nay, hầu như là tất cả các chia tách chứng khoán được thực hiện bằng cách thay đổi giá trị. Trong một chia tách một đổi lấy hai, một cổ phiếu sẽ trở thành hai cổ phiếu, và mỗi cổ phiếu được giao dịch ở mức giá bằng một nửa giá của cổ phiếu ban đầu, trong một chia tách một đối lấy ba, một cổ phiếu sẽ trở thành ba cổ phiếu, và mỗi cổ phiếu được giao dịch ờ mức bằng một phần ba giá CŨ,[Ế] và cứ thế. Chỉ trong những trường hợp rất hiếm thì mới có một lượng tiền được chuyển từ thặng dư lợi tức sang tài khoản vốn", như vào thời của Graham.

[4951. Quy định số 703 của sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) điều chỉnh việc chia tách chứng khoán và cổ tức chứng khoán. NYSE hiện nay định rõ là các cố tức chứng khoán lớn hơn 25% và nhỏ hơn 100% được coi là các "chia tách chứng khoán một phần". Không giống như vào thời của Graham, các cổ tức trả bằng chứng khoán đó ngày nay có thể dẫn đến yêu cầu kế toán của NYSE là lượng tiền của cổ tức phải được vốn hóa từ lợi tức giữ lại.

[4961. Chính sách này, đã là bất bình thường vào thời của Graham, ngày nay cực kỳ hiếm. Vào năm 1936 và sau đó một lần nữa vào năm 1950, gần một nửa số chứng khoán tại NYSE được chi trả cái gọi là cổ tức đặc biệt. Song cho đến năm 1970, tỷ lệ đó đã giảm xuống dưới 10%, và đến những năm 1990 thì thấp hơn 5% nhiều. Xem Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, và Douglas J. Skinner, "Co tức đặc biệt và sự tiến hóa của tín hiệu cố tức",

Journal of Financial Economics, tập 57, số 3, tháng 9/2000, trang 304-354. Giải thích hợp lý nhất về sự sụt giảm này là các nhà quản trị doanh nghiệp đã cảm thấy không thoải mái về ý tưởng là các cổ đông có the suy dien cổ tức đặc biệt như một tín hiệu là lợi nhuận tương lai có thể sẽ thấp.

[497]. Sự phê phán của giới học thuật về cổ tức do Merton Miller và Franco Modigliani dẫn đầu. Bài báo có ảnh hưởng lớn của các ông này là "Chính sách cổ tức, tăng trưởng và định giá co phiếu" (1961) đã giúp họ giành được Giải thưởng Nobel về Kinh tế. Miller và Modigliani, về thực chất, đã lập luận rằng cổ tức là không thích hợp, bởi vì một nhà đầu tư sẽ chẳng cần phải quan tâm là liệu lợi nhuận của anh ta đến qua cổ tức và giá chứng khoán tăng, hay chỉ qua giá chứng khoán ting mà thôi, miễn tổng lợi nhuận là như nhau trong mỗi trường hợp đó.

[4981. Lập luận của Graham hiện nay không còn hiệu lực nữa, và các nhà đẩu tư ngày nay có thể an toàn bỏ qua đoạn này. Các cổ đông không còn cần phải lo lang về việc "chia tách" một tờ chứng chỉ chứng khoán, bởi vì hầu như tất cả các cổ phiếu hiện nay đêu tồn tại dưới dạng điện tứ chứ không phải dạng giấy. Và khi Graham nói rằng mức tăng 5% về cổ tức tiền mặt đối với 100 cổ phiếu là ít "kha năng xảy ra" hơn so với một cổ tức co định đối với 105 cổ phiếu, một điều chưa rõ là làm thế nào ông có thể tính toán được xác suất của khả năng đó.

[499]. Quyền đăng ký mua (subscription rights), thường được biết đến một cách đơn giản là "quyên" ("rights"), ngày nay ít được sử dụng hơn so với vào thời của Graham. Quyền này cấp cho một cổ đông hiện có quyền được mua các cổ phiếu mới, đôi khi với giá hạ hơn so với giá thị trường. Một cổ đông không tham gia vào quyền này thì kết cục là sẽ sở hữu công ty với một tỷ lệ ít hơn. Vì vậy, như trong trường hợp của bao nhiêu thứ khác cũng mang cái tên là "quyên", thường là có một vài sự ép buộc nào đó. Quyền là cái thường thấy nhất ngày nay ờ các quỹ đóng và các công ty bảo hiểm hoạc các công ty cổ phần khong chế khác.

[500]. Chính quyền của Tổng thống George w. Bush đã đạt được tiến bộ vào đầu năm 2003 ve việc giảm bớt vấn đè đánh thuế hai lần đối với cổ tức doanh nghiệp, mặc dù vẫn còn quá sớm để biết được là cuối cùng các đạo luật trong lĩnh vực này sẽ trở nên hữu ích đến mức độ nào. Một cách tiếp cận đẹp đẽ hơn có lẽ sẽ là làm cho các khoản chi trả cổ tức bị khấu trừ thuế cho doanh nghiệp, song điều đó không phải là một phần của các luật được đè xuất.

[501]. Benjamin Graham, Nhà đầu tư thông minh, (Nhà xuất bản Harper và Row, New York, 1949), trang 217, 219, 240. Graham giải thích việc ông nêu Chúa Jesus như sau: "Trong ít nhất là bốn cuộc đàm luận của sách Phúc âm có nêu mối quan hệ cực kỳ quan trọng giữa một người giàu có và những kẻ mà ông ta đặt vào vị trí trông coi tài sản của mình. Điều chủ yếu ở đây là những lời mà "một nhà phú hộ kia" nói với quản gia hay nhà quản lý của mình đang bị buộc tội là lãng phí tài sản của ông ta: "Anh hãy phúc trình về công việc quản lý của anh, vì từ nay anh không được làm quản gia nữa" ($Luca_M$ 16:2). Các câu khác mà Graham muốn nói đến là Mátthêu, 25:15-28.

f5021 . Benjamin Graham, "Hỏi đáp về mối quan hệ giữa cố đông và ban lãnh đạo", The Analysts Journal, quý 4, năm 1947, trang 62. Graham đã chỉ ra rằng ông đã tiến hành một điêu tra về 600 nhà phân tích chứng khoán chuyên nghiệp và thấy là trên 95% số đó tin rằng các cổ đông co quyền yêu cầu điều tra chính thức về các giám đốc mà sự lãnh đạo của họ không cải thiện được giá trị của chứng khoán. Graham đã nói thêm một cách lạnh lùng rằng "hành động như vậy hầu chưa từng thấy trong thực tế". Điều này, ông nói, "làm nổi rõ khoảng cách lớn giữa cái cần phải xảy ra và cái thực sự xảy ra trong moi quan hệ giữa cổ đong và ban lãnh đạo".

[503]. Graham và Dudd, Phân tích chứng khoán (lần xuất bản năm 1934), trang 508.

[504]. Nhà đầu tư thông minh, lần xuất bản năm 1949, tr.218.

f5051 . Trong lần xuất bản năm 1949, trang 223, Graham bố sung thêm là có lẽ phải cần có một cuộc biếu quyết ủy nhiệm để ủy quyền cho một ủy ban độc lập của các cổ đông bên ngoài lựa chọn một "hãng kỹ thuật" để trình báo cáo của hãng đó cho các cổ đông chứ không phải cho ban giám đốc. Tuy nhiên, công ty sẽ chịu chi phí của dự án này. Trong số các loại "hang kỹ thuật" mà Graham muốn nói đến có các nhà quản lý tiền tệ, các cơ quan xếp hạng và các tổ chức của các nhà phân tích chứng khoán. Ngày nay, các nhà đầu tư có thể lựa chọn từ hàng trăm các hãng tư vấn, các nhà tư vấn tái cấu trúc, và thành viên của các pháp nhân kiểu như Hiệp hội Quản lý Rủi ro.

[506]. Các bảng về kết quả biểu quyết của năm 2002 lập bởi Geogeson Shareholder và công ty Dịch vụ truyền thông nhà đầu tư của ADP, hai công ty hàng đầu đã gửi cac yêu cầu ủy nhiệm đến các nha đầu tư, cho thấy là tỷ lệ trả lời trung bình là từ 80% đến 88% (kể cả các bao cáo ủy nhiệm được gửi từ các công ty môi giới chứng khoán thay mặt cho khách hàng của họ; cac báo cao ủy nhiệm đó được biểu quyết một cách tự động theo hướng có lợi cho ban lãnh đạo trừ phi các khách hàng có ý kiến ngược lại). Như vậy những người sở hữu của từ 12% đến 20% của tất cả các co phiếu đã không biểu quyết về các báo cáo ủy nhiệm. Do các cá nhân chỉ sở hữu 40% các cổ phiếu của Mỹ tính theo giá trị thị trường, và hầu hết các tổ chức đầu tư như các quỹ lương hưu và các công ty bảo hiểm có trách nhiệm về mặt pháp lý phải biểu quyết về các vấn đè nêu trong báo cáo ủy nhiệm, điều đó có nghĩa là gần một nửa các nhà đầu tư cá nhân đã bỏ qua quyền biếu quyết.

[507]. Lần xuất bản năm 1949, trang 224.

[508]. Lần xuất bản năm 1949, trang 233.

[5091. Eugene F. Fama và Kenneth R. French, "Các cổ tức đang biến mất: các đặc điểm doanh nghiệp đang biến đổi hay xu hướng chi trả đang giảm xuống?", journal of Financial Economics (Tap chi Kinh te tài chính)€ tập 60, số 1, tháng 4/2001, trang 343, đặc biệt là bảng 1. Xem thêm Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, (Triumph of the Optimists) Chiến thắng của những người lạc quan (Princeton Univ. Press, Princeton, 2002), trang 158-

161. Thật thú vị, tống số tiền cổ tức được chi trả bởi các chứng khoán Mỹ đã tăng lên kể từ những năm cuối thập kỷ 1970, thậm chí cả sau lạm phát - song số lượng các chứng khoán đã chi trả cố tức lại giảm đi khoảng hai phần ba. Xem Harry DeAngelo, Linda DeAngelo và Douglas J. Skinner, "Cô tức có đang biến mất? Tập trung cổ tức và tăng cường lợi tức", có tại trang web http://papers.ssrn.com.

[510]. Nguyên văn: dot-bomb, nói lái chữdot-com, tức chấm com. (Chú thich của người dịch và Ban biển tập tiếng Việt).

Ĩ5111. CÓ lẽ chỉ có Benjamin Franklin, người được kẹ là đã đựng các đồng xu của mình trong một cái ví bằng amiăng, để các đồng xu đó không làm ông cháy túi, mới có thể tránh được vấn đề này nếu ông là một giám đốc điều hành.

[512]. Một nghiên cứu của BusinessWeek đã cho thấy là từ năm 1995 đến năm 2001, 61% trong số hơn 300 vụ sáp nhập lớn đã phá hủy tài sản của các cổ đông thuộc công ty thâu tom - một tình thế được biết đến như là "tai họa của người chiến thắng" hay "sự hối tiếc của người mua". Và các công ty thâu tóm nào sử dụng chứng khoán thay cho tiền mặt để thanh toán cho vụ giao dịch đã cho kết quả hoạt động kém hơn các công ty đối thủ của mình đến 8% (David Henry, "Các vụ sáp nhập: Vì sao hầu hết các vụ lớn không thành công", BusinessWeek, ngày 14/10/2002, trang 60-70). Một nghiên cứu học thuật tương tự đã tìm ra là các vụ thâu tóm các công ty gọi vốn hẹp và các công ty con của các công ty giao dịch đại chúng dẫn đến lợi nhuận chứng khoán tích cực, còn các vụ thâu tóm toàn bộ các công ty giao dịch đại chúng lại gây thua lỗ cho các cố đông của công ty ngã giá mua thắng lợi (Kathleen Fuller, Jeffry Netter, và Mike Stegemoller, 'Tỷ suất lợi nhuận đối với các công ty thâu tóm nói với chúng ta điều gì?". The Journal of Finance, tập 57, số 4. tháng 8/2002, trang 1763-1793).

[513]. Với lai suất gần ở mức thấp kỷ lục, những núi tiền như vậy cho lợi nhuận thấp tệ hại nếu chúng chỉ ngồi yên một chỗ. Như Graham đã quả quyết, "Chừng nào mà số tiền thặng dư này còn ờ lại với công ty thì cố đông bên ngoài sẽ chỉ nhận được rất ít lợi ích từ đó" (Lần xuất bản năm 1949, trang 232). Thực vậy, tới cuối năm 2002, cân đối tiền mặt của Microsoft đã phình ra tới 43,4 tỷ đô la - một bằng chứng rõ rệt cho thấy là công ty này đã không thể tìm được cách sử dụng tốt hơn đối với số tiền mà công việc kinh doanh của nó đã tạo ra. Như Graham chắc hắn sẽ nói, hoạt động kinh doanh của Microsoft là hiệu quả, song việc sử dụng vốn của công ty này không còn tốt nữa. Trong một động thái tiến đến việc uon nắn vấn đề này, Microsoft đã tuyên bố vào đầu năm 2003 là công ty này sẽ bắt đầu chi trả cố tức quý một cách đều đặn.

[514]. Robert D. Arnott và Clifford s. Asness, "Điều đáng ngạc nhiên! cổ tức cao hơn = Tăng trưởng lợi tức cao hơn", Financial Analysts Journal, tháng 1/ tháng 2, năm 2003, trang 70-87.

[5151. Doron Nissim và Amir Ziv, 'Thay đổi về cổ tức và mức độ lợi nhuận tương lai", The Journal oí Finance, tập 56, số 6, tháng 12/2001, trang 2111- 2133. Ngay cả các nhà nghiên cứu không đồng ý với các phát hiện của Arnott - Asness và Nissim -Zivvê lợi nhuận tương lai cũng đồng ý là mức tăng về cổ tức sẽ dẫn đến mức sinh lợi chứng khoán trong tương lai cao hơn; xem Shlomo Benartzi, Roni Michaely, và Richard Thaler, "Liệu các thay đối về cổ tức có báo hiệu cho tương lai hay quá khứ?", The Journal oí Finance, tập 52, số 3, tháng 7/1997, trang 1007-1034.

[516]. Các cải cách thuế do Tổng thống George w. Bush đè xuất vào đầu năm 2003 có lẽ sẽ thay đối tính chịu thuế của các cổ tức, song số phận của đạo luật này vần chưa rõ ràng tại thời điếm xuất bản cuốn sách này.

[517]. Xưa nay, các công ty đã áp dụng cách tiếp cận theo lý lẽ lành mạnh thông thường đối với việc mua lại các cổ phiếu: giảm cổ phiếu quỹ khi giá chứng khoán lên cao và tăng cổ phiếu quỹ khi giá xuống thấp. Chẳng hạn sau vụ sụp đổ thị trường chứng khoán ngày 19/10/1987, 400 công ty đã tuyên bố các vụ mua lại mới ngay trong vòng có 12 ngày sau đó - trong khi đó chỉ co 107 cong ty tuyên bố cac chương trình mua lại trong khoảng thời gian trước đó trong năm. Xem Murali Jagannathan, Clifford p. Stephens, và Michael s. Weisbach, "Sự mèm dẻo về tài chính và sự lựa chọn giữa cổ tức và mua lại chứng khoán," journal of Financial Economics, tập 57, số 3, tháng 9/ 2000, trang 362.

[5181. Các quyền chọn mua được của một công ty dành cho các giám đốc và nhân viên của mình là để cho họ có quyên (nhưng không phải nghĩa vụ bắt buộc) mua các cổ phiếu trong tương lai ở một mức giá chiết khấu. Sự chuyển đổi các quyền chọn thành cổ phiếu như vậy được gọi là "thực hiện" quyền chọn. Các nhân viên sau đó có thể bán các cố phiếu đó ở mức giá thị trường và bỏ túi khoản chênh lệch như một lợi nhuận. Vì hàng trăm triệu quyền chọn có thể được thực hiện trong một năm nào đó, nên công ty sẽ phải tăng cung các cố phiếu đang lưu hành của mình. Khi đó tong lợi nhuận ròng của công ty sẽ phải rải ra trên một so lượng cổ phiếu lớn hơn nhieu và làm giảm lợi tức trên một cổ phiếu. Do đó; công ty đó thường là cảm thấy buộc phải mua lại các cố phiếu khác để xóa bỏ chứng khoán được phát hành cho những người nắm giữ các quyền chọn. Năm 1998, 63,5% các giám đốc tài chính đã thừa nhận là việc đối phó với hiện tượng pha loãng cổ phiếu từ các quyền chọn là nguyên nhân chủ yếu dẫn đến việc mua lại các cố phiếu (xem Diễn đàn các giám đốc tài chính, "Con đường mua lại", Institutional Investor, tháng 7/ 1998).

[5191. Một trong những nhân tố chính tạo ra sự thay đổi này là quyết định của ủy ban Chứng khoán và Giao dích My trong năm 1982 nhằm nới lỏng bớt các hạn chế trước đây của mình về việc mua lại cổ phiếu. Xem Gustano Grullon và Romi Michaely, "Cổ tức, mua lại cổ phiếu và giả thuyết thay thế", The Journal oí Finance, tập 57, số 4, tháng 8/2002, trang 1649-1684.

f5201 . Qua các bài viết của mình, Graham đều yêu cầu là các ban lãnh đạo doanh nghiệp phải có nghĩa vụ không chỉ đảm bảo là chứng khoán của họ không bị định giá quá thấp, mà

còn đảm bảo là chứng khoán đó không bao giờ được định giá quá cao. Như ông viết trong Phân tích chứng khoán (lần xuất bản năm 1934, trang 515), "trách nhiệm của các ban lãnh đạo doanh nghiệp phải hành động vì quyền lợi của các cổ đông của họ bao gồm cả nghĩa vụ phải ngăn chặn - trong khả năng mà họ có thể làm được - việc tạo ra hoặc các mức giá cao một cách phi lý hoặc các mức giá thấp một cách không chính đáng đối với các chứng khoán của họ." Như vậy, nâng cao giá trị cho cổ đông không chỉ có nghĩa là không để cho giá chứng khọán xuống quá thấp, mà nó còn có nghĩa là đảm bao rằn| giá chứng khoan không tăng cao tới mức không the biện minh được. Giá như giám đốc của các công ty Internet lưu ý đến suy xét uyên thâm đó của Graham ngay từ năm 1999!

[5211. Điều không thể tin nổi là mặc dù các quyền chọn đã được coi như một chi phí bống lộc trên các khoản hoàn thuế của công ty, các hợp đồng đó lại không được tính là chi phí trong thông báo về lợi nhuận của các báo cáo tài chính gửi đến các cổ đông. Các nhà đầu tư chỉ có thể hy vọng là các cải cách kế toán sẽ làm thay đổi thông lệ thực hành kỳ quặc này.

[5221. Xem George w. Fenn và Nelie Liang, "Chính sách chi trả của doanh nghiệp và các khuyến khích về chứng khoán đối với ban lãnh đạo", Journal oí Financial Economics, tập 60, số 1, tháng 4/2001, trang 45-72. Cổ tức làm cho chứng khoán trở nên ít biến động hơn bằng cách tạo ra một dòng thu nhập hiện tại để làm đệm cho các cổ đông chống lại các biến động của giá trị thị trường. Vài nhà nghiên cứu đã tìm ra là mức độ lợi nhuận trung bình của các công ty có chương trình mua lại chứng khoán (song không chi trả cổ tức bằng tiền mặt) ít nhất là biến động gấp đôi so với các công ty chi trả cổ tức. Các lợi tức biến động lớn hơn ấy nói chung sẽ dẫn đến các giá cổ phiếu nẩy mạnh hơn, làm cho các quyền chọn của các thành viên ban lãnh đạo sẽ có giá trị cao hơn - bằng cách tạo ra nhiều cơ hội hơn khi mà giá cố phiếu sẽ tạm thời cao hơn. Ngày nay, khoảng hai phần ba bống lộc cho các thành viên ban lãnh đạo là dưới dạng quyền chọn và các khoản ban thưởng khác không phải tiền mặt,Ê 30 năm trước đây, ít nhất hai phần ba bổng lộc là bằng tiền mặt.

[523]. Báo cáo ủy quyền của Applse Computer Inc. cho cuộc họp hàng năm vào tháng 4 năm 2001, trang 8 (có thể lấy được tại www.sec.gov). Khoản tặng quyền chọn và sở hữu cổ phiếu của Jobs đã được điều chỉnh cho chia tách cổ phiếu một đổi lấy hai.

[524]. Chơi chữ: cân bằng (align) và phỉ báng (malign).

(Chủ thich cùa người dịch và Ban biên táp tiếng Việt).

[525]. Tương truyền là một ông vua ở phương Đông có lần giao nhiệm vụ cho các nhà thông thái của ông phải nghĩ ra một câu, đã từng được thấy và còn phải đúng và thích hợp trong mọi tình huống và mọi thời điểm. Họ đã trình lên đức vua những lời ªVà cả điều đó ròi cũng sẽ qua đi". Câu này the hiện được biết bao điều! Thật kiềm chế làm sao trong giây phút tự hào! - Thật an ủi làm sao giữa tột đỉnh của đau đớn! "Và cả điều đó rồi cũng sẽ qua đi!" Mặc dù vậy, hãy cho phép chúng ta hy vọng là điều đó không hoàn toàn đúng" - Abraham Lincoln, Bài nói tại Hội Nông nghiệp bang Wisconsin, Milwaukee, ngày 30/9/1859, trong

sách Abraham Lincoln.ẩ Các bài phát biểu và bài viết, 1859-1865 (Thư viện Hoa Kỳ, 1985), tập II, trang 101.

[526]. "Sức kiếm lời" (earning power) là thuật ngữ của Graham để chỉ lợi nhuận tiềm năng của một công ty, hay, như ông đã viết, là số tiền mà một công ty "có thể kỳ vọng là sẽ kiếm được năm này sang năm khác nếu như các điều kiện kinh doanh đang thịnh hành trong giai đoạn đó vẫn tiếp tục không thay đổi (Security Analysis [Phân tích chứng khoán], bản năm 1934, trang 354). Một số bài giảng của Graham đã nêu rõ ràng rằng ông muốn thuật ngữ này được áp dụng cho các giai đoạn năm năm hoặc dài hơn. Bạn có thể ước tính một cách khá thô song khá thuận tiện sức kiếm lời trên một cổ phiếu của một công ty bằng cách lấy nghịch đảo của tỷ số giá/lợi tức của công ty đó; một chứng khoán với tỷ số P/E bằng 11 có the được xem như là có sức kiếm lời 9% (lấy 1 chia cho 11). Hiện nay "sức kiếm lời" thường được gọi là "tỷ suất lợi tức" ("earnings yield").

[5271. Vấn đê này đã được phân tích một cách kỹ lưỡng trong bình luận về chương 19.

f5281. Graham đã tóm tắt một cách tao nhã phân tích mà ông nêu trong một bài giảng của mình năm 1972: "Số dư an toàn là sự chênh lệch giữa tỷ lệ phần trăm của lợi tức của cổ phiếu ở mức giá mà bạn trả cho nó và lãi suất của trái phiếu, và số dư an toàn đó là sự chênh lệch có thể hấp thụ được những diễn biến bất lợi. Vào thời điểm ấn bản năm 1965 của cuốn Nhà đầu tư thông minh đang được viết, một cổ phiếu tiêu biểu được bán ở mức giá gấp 11 lần lợi tức, tạo ra mức sinh lời khoảng 9% so với 4% của trái phiếu. Trong trường hợp đo, bạn có một số dư an toàn là trên 100%. Hiện nay (năm 1972), không có sự chênh lệch giữa tỷ lệ lợi tức của cổ phiếu và lãi suất của chứng khoán, và tôi nói rằng không có số dư an toàn... bạn có một số dư an toàn âm đối với các chứng khoán..." Hãy xem "Benjamin Graham: những suy nghĩ về phân tích chứng khoán" (bản ghi bài giảng tại Trường Kinh doanh Đại học Đông Bắc bang Missouri, tháng 3/1972), Financial History , số 42, tháng 3/1991, trang 9.

[529]. Đoạn này, mà Graham viết vào đầu năm 1972, là sự mô tả chính xác kỳ lạ các điều kiện thị trường vào đâu năm 2003. (Chi tiết hơn hãy xem bình luận về chương 3).

[5301. Trong trò ru-lét "kiểu Mỹ", hầu hết các bánh xe có cả 0 và 00 cùng với các con số từ 1 đến 36, như vậy có cả thảy là 38 ô. Sòng bạc nêu mức trả tiền cược tối đa là 35 trên 1. Điều gì xảy ra nếu bạn đánh cược 1 đô la trên mỗi con số? Do chỉ có 1 ô là vận may có thể rơi vào đó, bạn sẽ thắng 35 đô la trên một ô đó, song sẽ mất 1 đô la trên mỗi ô trong số 37 ô khác của bạn, kết quả tổng lỗ ròng là 2 đô la. Chênh lệch 2 đô la này (tức là chênh lệch 5,26% trên tổng số 38 đô la cược của bạn) là "lợi thế sân nhà" của sòng bạc, để đảm bảo rằng, về trung bình thì những người đánh bài sẽ luôn thua nhiều hơn thắng. Cũng giống như, mối quan tâm của người chơi ru-lét là đánh cược ít nhất có thể, mối quan tâm của sòng bạc là duy trì cho bánh xe ru-lét quay. Tương tự như vậy, nhà đầu tư thông minh cần phải tìm cách tối đa hóa số lượng các chứng khoán nắm giữ sao cho có được "một cơ may nghiêng về lợi nhuận so với thua lỗ". Đối với hầu hết các nhà đầu tư, đa dạng hóa là cách đơn giản nhất và [5311.

Graham muốn nói rằng không có những thứ kiểu như chứng khoán tốt hoặc chứng khoán tồi; chỉ có chứng khoán rẻ và chứng khoán đắt. Thậm chí một công ty tốt nhất cũng trở thành "tồi" (nguyên văn: "sein khi giá chứng khoán của nó lên quá cao, trong khi một công ty tồi nhất cũng đáng mua vào nếu chứng khoán của nó xuống đủ thấp.

[532]. Chính những người đã xem các chứng khoán công nghệ và viễn thông như những "vật tin cậy" vào cuối năm 1999 và đầu năm 2000 khi chúng được định giá cực kỳ cao, đã xa lánh chúng như những chứng khoán "quá rủi ro" vào năm 2002 - mặc dù theo đúng những lời mà Graham đã nói ở thời kỳ trước đây, "sự mất giá khoảng 90% làm cho nhiều chứng khoán trong số này trở nên cực kỳ hấp dẫn và tương đối an toàn . Tương tự như vậy, cac nhà phân tích Phố Wall luôn có xu hướng gọi một chứng khoán là một "món mua mạnh" ("strong buy") khi giá của nó cao và gọi chứng khoán đó là một "đồ bán" ("sell"), sau khi giá của nó bị rớt, hoàn toàn ngược lại với điều mà Graham (và lẽ hiểu thông thường đơn giản) chỉ dẫn. Như ông đã làm trong suốt cả cuốn sách, Graham muốn phân biệt đầu cơ - hay mua vào với hy vọng là giá chứng khoán sẽ tiếp tục tăng lên - với đầu tư, tức là mua vào trên cơ sở cái mà doanh nghiệp làm nen cho nó đáng giá.

[5331. Graham sử dụng "chứng chỉ quyền chọn cổ phiếu thường" ("common-stock option warrant") như từ đồng nghĩa với "chứng chỉ quyền mua" ("warrant")/ một loại chứng khoán được phát hành trực tiếp bởi một công ty cấp cho người nắm giữ chứng khoán đó quyền được mua cổ phiếu của công ty đó ở mức giá đã được định trước. Các chứng chi quyền mua hau như đã bị thay thế hoàn toàn bởi các hợp đồng quyền chọn cổ phiếu (stock option). Graham châm biem một cách cay độc rằng ông mong muốn ví dụ này như một "điển hình xấu" là bởi vì, ngay cả vào thời của ông, các chứng chỉ quyền mua được xem như một trong những nơi tù đọng xơ xác nhất của thị trường (xem bình luận về chương 16).

[534]. Lập luận này được ủng hộ bởi Paul Hallingby, Jr.,"Các cơ hội đầu cơ trong chứng chỉ quyền mua cổ phiếu", Analysts'Journal, quý 3 năm 1947. (Chú thích của tắc già).

[535]. Theo lời nhà tư vấn đầu tư Charles Ellis kể lại trong Jason Zweig, "Con người thông thái nhất của Phố Wall", Money, tháng 6/2001, trang 49-52.

[5361. Giá cổ phiếu của JDS Uniphase đã được điều chỉnh đối với các chia tách sau đó.

[5371. Khônậ một ai đã từng nghiên cứu một cách mẫn cán đẽ tìm giải đáp cho câu hỏi này và chấp nhận kết quả một cách trung thực, lại đã từng mua bán trong ngày hoặc mua IPO.

[5381. Paul Slovic, "Hướng dẫn và đào tạo công chúng về rủi ro", Risk Analysis (Phân tích rủi ro)[ễ], tập 6, số 4 (1986), trang 412.

[539]. "Ván cược", trong cuốn sách của Blaise Pascal, Pensées (Tư tưởng) (Penguin Books, London và New York, 1995), trang 122-125,[ả] Peter L. Bernstein, Against the Gods (Chống lại thần linh) (John Wiley & Sons, New York, 1996), trang 68-70,[ễ] Peter L. Bernstein, "Lý

thuyết ra quyết định dưới dạng thơ trào phúng Hy Lạp năm âm tiết", Economics & Portfolio Strategy (Kinh tế học và Chiến lược cho danh mục đầu tư), ngày 1/1/2003, trang 2.

[540]. Hai thành viên hợp danh mà Graham nêu lên một cách kín đáo là Jerome Newman và chính bản thân Benjamin Graham.

[541]. ở đây, Graham nói đến công ty Bảo hiểm Nhân viên Chính quyền (Government Employees Insurance Co., tức GEICO), là công ty mà ông và Newman đã mua 50% quyền lợi vào năm 1948, đúng vào khoảng thời gian ông viết xong cuốn Nhà đầu tư thông minh. Số tien 712.500 đô la mà Graham và Newman đưa vào GEICO bằng khoảng 25% trị giá tài sản quỹ của họ vào thời điểm đó. Graham là thành viên của ban giám đốc công ty này trong nhiều năm. Do một sự vòng vèo thú vị cua số phận, người học trò xuất sắc nhất của Graham là Warren Buffet đã đặt một món cược lớn của riêng mình vào GEICO năm 1976, khi mà công ty bảo hiểm lớn này đang trượt tới bờ vực phá sản. Sau đó, công ty này đã trở thành một trong những đầu tư tốt nhất cua cả Buffet nữa.

[542]. Do một vấn đề thủ tục pháp lý, Graham và Norman đã bị ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ lệnh cho phải "phân phối lại", tức là phân phối phần vốn của GEICO trong công ty Graham-Newman Corp. cho các cổ đông của quỹ này. Một nhà đầu tư sở hữu 100 cổ phiếu của Graham-Newman vào đầu năm 1948 (trị giá 11.413 đô la) và sau đó lại nắm giữ thêm phần phân phối của GEICO thì sẽ có được 1,66 triệu đô la vào năm 1972. Các "công ty con sau đó được hình thành" gồm có Government Employees Financial Corp. (Công ty Tài chính nhân viên chính quyền) và Criterion Insurance Co.

[543]. Sự trung thực đòi hỏi việc thừa nhận là vụ giao dịch suýt nữa thất bại vì các thành viên hợp danh muốn có sự đảm bảo rằng giá mua sẽ được bù đắp 100% bởi giá trị tài sản. Mọt khoản 300 triệu đô la tương lai hoặc nhiều hơn từ lãi vốn của thị trường đã mở ra, nói ví dụ, 50.000 đô la của các mục hạch toán. Bằng một sự may mắn không tả nổi, họ đã nhận được cái mà họ luôn đòi hỏi. (Chủ thich của tác giả).

[544]. Giai thoại này của Graham cũng là một lời nhắc nhở mạnh mẽ rằng những ai trong chúng ta không xuất sắc như ông hồi đó thì cần phải luon đa dạng hóa để bảo vệ minh khỏi sự rủi ro của việc đặt qua nhiều tiền vào một đầu tư đơn lẻ nào đó. Khi Graham tự thú nhận rằng GEICO là một "cơ hội may mắn", đó là một tín hiệu rằng hầu hết mọi người trong chúng ta không thể trông mong là mình có khả năng tìm được một cơ hội tuyệt vời như vậy. Để giữ cho đau tư khỏi bị biến thành đánh bạc, bạn cần phải đa dạng hóa.

[545]. Dante Alighieri, Địa ngục, khổ XXVI, dòng 112- 125, (Theo bản dịch của Nguyễn Văn Hoàn, NXB KHXH, 2005).

[546]. Bút danh của George Goodman, tác giả cuốn Criterion Insurance Co.

[543]. Sự trung thực đòi hỏi việc thừa nhận là vụ giao dịch suýt nữa thất bại vì các thành viên hợp danh muốn có sự đảm bảo rằng giá mua sẽ được bù đắp 100% bởi giá trị tài sản.

Mọt khoản 300 triệu đô la tương lai hoặc nhiều hơn từ lãi vốn của thị trường đã mở ra, nói ví dụ, 50.000 đô la của các mục hạch toán. Bằng một sự may mắn không tả nổi, họ đã nhận được cái mà họ luôn đòi hỏi. (Chủ thich của tác giả).

[544]. Giai thoại này của Graham cũng là một lời nhắc nhở mạnh mẽ rằng những ai trong chúng ta không xuất sắc như ông hồi đó thì cằn phải luon đa dạng hóa để bảo vệ minh khỏi sự rủi ro của việc đặt qua nhiều tiền vào một đẩu tư đơn lẻ nào đó. Khi Graham tự thú nhận rằng GEICO là một "cơ hội may mắn", đó là một tín hiệu rằng hầu hết mọi người trong chúng ta không thể trông mong là mình có khả năng tìm được một cơ hội tuyẹt vời như vậy. Để giữ cho đau tư khỏi bị biến thành đánh bạc, bạn cần phải đa dạng hóa.

[545]. Dante Alighieri, Địa ngục, khổ XXVI, dòng 112- 125, (Theo bản dịch của Nguyễn Văn Hoàn, NXB KHXH, 2005).

[546]. Bút danh của George Goodman, tác giả cuốn nghị hằng năm của Liên hiệp quốc gia các Hội các nhà phân tích tài chính, tháng 5/1958. (Chủ thich của tác giả).

[552]. Đúng ra là nghịch lý Saint Petersburg, do nhà toán học Daniel Bernoulli phát hiện và công bố năm 1738. Qua ví dụ tung đồng xu chọn may rủi một mặt (sấp hoặc ngửa), nghịch lý thể hiện sự sai khác giữa kỳ vọng toán học thắng cuộc tính cho số lần vô hạn và thực tế đánh giá theo "suy nghĩ lành mạnh". (Chú thich của người dịch và Ban biên tập tiếng Việt).